全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



华安基金·世界资本经典译丛

绝境与生机

——市场动荡、风险和机遇

Market Panic

[美] 斯蒂芬·韦恩斯 (Stephen Vines) 著

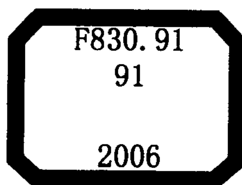
上海财经大学出版社





WILEY

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



华安基金·世界资本经典译丛

绝境与生机

——市场动荡、风险和机遇

[美] 斯蒂芬·韦恩斯 (Stephen Vines) 著

张兴旺 郑佩芸 译

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

绝境与生机——市场动荡、风险和机遇/(美)斯蒂芬·韦恩斯(Stephen Vines)著;张兴旺,郑佩芸译.—上海:上海财经大学出版社,2006.10
(世界资本经典译丛)
书名原文:Market Panic:Wild Gyrations,Risks and Opportunities in Stock Markets
ISBN 7-81098-753-4/F·699

Ⅰ.绝… Ⅱ.①斯… ②张…③郑… Ⅲ.股票-资本市场-研究 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 122230 号

□ 特约编辑 肖 晞
□ 责任编辑 袁 敏
□ 封面设计 未 名
□ 版式设计 孙国义

JUEJING YU SHENGJI
绝 境 与 生 机
——市场动荡、风险和机遇

[美] 斯蒂芬·韦恩斯(Stephen Vines) 著
张兴旺 郑佩芸 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)
网 址:http//www.sufep.com
电子邮箱:webmaster @ sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂一分厂印刷
上海远大印务发展有限公司装订
2006 年 10 月第 1 版 2006 年 10 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13 印张(插页:3) 199 千字
印数:0 001—4 000 定价:31.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上兵伐谋；

开卷有益。

从铿锵的历史中，寻找经典；

从凝血的经典中，检索未来的通途！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"华安基金·世界资本经典译丛"
编辑委员会

编　委
黄　磊
骆玉鼎
崔世春
田晓军
李　曜
袁　敏

策　划
黄　磊
袁　敏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字:09-2005-300 号

Market Panic: Wild Gyrations, Risks and Opportunities in Stock Markets

Stephen Vines

Copyright ©2003 by Stephen Vines.

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted under Section 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without the prior written permission of the Publisher.

All Rights Reserved. This translation published under license.
CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright ©2006

2006 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有　翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总序

约翰·邓普顿爵士说过："一个国家的财富不能依靠自然资源，它应该依靠人们心中的想法和观念。"

近年来，中国证券市场正在发生巨大的变化，制度化建设不断推进，市场规范化程度越来越高。股权分置改革，更使中国证券市场实现了一次基础性的变革。与此同时，中国证券市场的机构投资人比例也在不断提升，各类机构投资人迭次出现，市场投资主体的构成日益丰富。

在这样的投资大背景下，无论是专业的机构投资人，还是刚刚涉入市场的投资新手，均有学习和提高自己的必要，因为在每一个投资决策的十字路口，我们都需要智慧和勇气来作出正确的判断与抉择。

有鉴于此，华安基金管理有限公司联合上海财经大学出版社，策划推出了这套10本"华安基金·世界资本经典译丛"。与我们上一套丛书"华安基金·现代基金投资与管理译丛"不同，本套丛书主要侧重于通俗易懂的投资界名家传记、在各个重要历史转折关头的投资实录等。我们的目标，是以人文、历史的眼光，选择可读性强的证券投资界经典性的作品——它们既可供专业人士在休息时轻松阅读，也可为非专业投资人提供身临其境的实践指南，进而从中有所体悟。

这10本书中，**《兀鹫投资者》**读来就像是一本悬疑小说。它生动地叙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述了一群寻找并获得资本金矿的投资者的故事。所谓的"兀鹫投资者",简言之,就是那些买进陷入财务困难或经营有待改善的企业的债务,通过直接或间接对公司施加影响,在改善公司的质量后卖出,从中获取高额回报的投资者。作者罗森伯格的故事讲得惟妙惟肖,生动再现了 20 世纪 90 年代的投资风云。

《赢家——华尔街顶级基金经理人》是一本关于华尔街最优秀的共同基金经理人的人物传记。作者通过多年的访谈,记录下这些杰出人物的从业历程、成功的经验与失败的教训。14 位行业顶尖人物的亲身经历,无疑对国内证券投资人有着极大的启示和借鉴作用。

著名经济学家加尔布雷思撰著的**《1929 年大崩盘》**,自其 1954 年初版以来,在 1955、1961、1972、1979、1988、1997 年不断再版,是学术界和证券投资界经常大量引用的典范性著作。《大西洋月刊评论》认为:"经济文学很少以其娱乐价值而著称,但这本书却做到了。加尔布雷思的文章雍容而机智, 并且幽默地鞭挞了这个国家某些金融领域的智者和政策所犯的错误。"

《贪婪的智慧——从为人不齿到受人尊敬的投机史》以翔实的资料,生动记录了美国期货市场的产生、发展的全过程,包括在 19 世纪,那些雄心勃勃的商人们,是如何在利益的驱使下,为了垄断黄金、白银和粮食市场,而创立现代标准期货合约的;期货市场又是如何在人们的谩骂声中,艰难起步的;而到了 20 世纪,为何会有大量的公司、个人,甚至外国政府迅速进入这一领域。本书在展示期货市场 100 多年来风雨历程的同时,还在人性层面对投机事件作了精彩解读。

《至高无上——来自最伟大证券交易者的经验》记述了历史上 5 位著名证券交易者的成长历程,颇有可读性和启发性。这些在 20 世纪跨上华尔街巅峰的投资者,以其卓越的表现,向读者展示了那些历久弥新的、永恒的投资策略。

《迷失的华尔街》主要分析了华尔街在筹资、提供公司和个人理财建议、风险管理等方面的失败现象,并提出了避免失败的对策。这本书的特点在于,其内容大量来自华尔街的案例,并保持了深入浅出的叙述风格。

《股票作手回忆录》(图文版)记述的是 20 世纪初最显赫的股票与期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者——利维摩尔生平事迹的经典作品。本书的中文版在上个世纪末曾经出版过；这次出版的译本，其最大的不同之处，在于全面展示了 80 余年前这本书在美国《周六晚间邮报》上进行系列连载时的原貌，并配以当时的插图，真实地复原了当时的历史。值得指出的是，数十年来，一代又一代证券投资人，均通过阅读本书，从中学习金融操作所应秉持的态度、反应和感受。

在描述市场恐慌的书籍中，**《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》**选取了独特的视角——如何在弱市中赚钱，如何面对市场恐慌——因此，别具一格，具有很强的针对性。本书作者对投资者的一些常见问题提供不同寻常的答复，并指出为什么恐慌会带来独特的机会，并提出了新的理解市场恐慌周期的方法。此外，本书对一些直接介入处理主要股票危机的市场专家的采访和内幕报道，则在最大程度上展示了恐慌发生时的现场真实情况。

《解读华尔街》在美国发行量达到上百万册。该书介绍了华尔街运作的全过程。在过去的四分之一世纪中，这本书帮助各个层次的投资者确切地理解证券市场如何运作，以及在限制风险的情况下，如何建立起有效的投资组合。

《市场、群氓和暴乱——对群体狂热的现代观点》从人类近代史上若干次“群众运动”导致的疯狂与灾难性后果，以及金融市场泡沫的破灭等现象入手，生动分析和描述了人性中的盲目的一面。本书论述生动，旁征博引，从一个侧面诠释了投资者心理学及其如何对市场产生影响，具有很高的参考价值。

“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。”作为中国第一批基金管理人，我们深知：华安基金既是中国基金业的创业者、引领者之一，也应成为市场的培育者和奉献者。我们愿与上海财经大学出版社一起，借这套丛书的翻译、发行，与更多的朋友一起分享证券投资殿堂的智慧与乐趣。

华安基金管理有限公司

2006 年 10 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

自股票这种金融工具诞生以来，参与股票买卖的人就一直伴随着由于种种不确定或由于股票大幅涨跌而产生的恐慌心理，恐慌成了伴随股市运作永远不变的心理规律。总体而言，投资者之所以恐慌是担心自己投入股市的资金或在股市中所赚得的利润会受到损失。虽然股市恐慌时时相伴投资者，但在股票交易100多年的历史中，不曾有人对股市恐慌做过全面系统的总结，而今斯蒂芬·韦恩斯的《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》一书填补了股史中的这一空白，将股市恐慌作为了一个专题，对100多年来股市恐慌的形成原因和过程、恐慌的种类和历史演变、恐慌造成的后果以及恐慌带来的机遇等做了颇为充分的研究。

斯蒂芬·韦恩斯在回顾股市恐慌的历史时，重点对自1929年以来股市各次大崩盘造成的恐慌做了总结和分析，发表了自己独特、新颖的见解。他受到金融顾问的见解“上去的一定会下来”的影响，反过来认为“下去的一定会上来”。在韦恩斯看来，恐慌不仅不可怕，反而是获利的好机会。正如他在前言中所述，“9·11”恐怖袭击发生后，大多数投资者纷纷选择出逃，而他认为这是不明智的做法，因为股票将会大幅反弹，事实也证明了这一点，即在大部分人出逃的时候买进股票的人十有八九能赚得10%的利润，所以他认为，股市最大的机会是在大部分投资者撤出股市之时，即在恐慌之时。那些投资成功的人往往是对恐慌做了充分准备的人，即在股市繁荣期和泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期做了准备的人，这些人希望恐慌的到来，因为他们可以在恐慌期买进廉价股票。因此，熊市便成了获利的最佳介入期，因为熊市带来了最大涨幅。

韦恩斯对恐慌的分类颇有见地，他将恐慌分为四大类，每一类既相互独立又相互重叠，处于我中有你、你中有我的状态。其中三类恐慌不属真正的恐慌，如"假恐慌"，它是最不合逻辑的一种恐慌，与投资的根本原则毫无关系，属于对新信息的过度反应。如"9・11"恐怖袭击事件引起的恐慌、美军战机空袭伊拉克以及艾森豪威尔总统在 1955 年 9 月患了心脏病而引起的恐慌等等。自发性恐慌或周期末恐慌是由于股市内部运作而产生的恐慌，往往是行情到达周期末时行情的自身运作，这有别于反映股市外部情况所引起的恐慌。传染性恐慌是由于恐慌传染所致，即某一地区发生的股市恐慌会蔓延传播到世界各地。实际上，任何恐慌均具传染性。而真正的恐慌则是指由于真正的经济衰退以及公司业绩的下滑所引起的投资者的担心等。此外，恐慌具有周期性的特点，即股市交易遵循从繁荣到萧条再到繁荣的规律，每每繁荣过后总是暴跌，所以韦恩斯说"暴跌和恐慌是繁荣的丑陋姐妹"。

股市恐慌不是一成不变的，各个时代的股市恐慌特点有所不同，旧时代的恐慌显得相对简单一些，而新时代的恐慌则除了具有旧时代恐慌的特点外，还增加了更具破坏力的新特点。这是因为现代经济规模的扩大、新技术的广泛应用、新兴股市的不断诞生、信息以空前的速度传播以及全球化进程的加速等。再者，现代金融工具不断被应用，如衍生工具交易、对冲基金和投资组合等的应用，使市场变得更加复杂与不稳定，从而更易产生恐慌。

股市是由人组成的，所以"恐慌的是人，不是股市"。人作为股市的主体，对股市行情的看法会影响到股市的平稳，尤其是当许多股市参与者形成一致的看法时，心理学家们称这种一致的看法为"羊群效应"。产生"羊群效应"后，个体参与者丧失独立思维、丧失个性、敌视相反意见等等。"羊群效应"虽具充分理由，但属不理性行为，是导致恐慌产生的因素。根据韦恩斯的论述："当多数人的共识突然变化以及群体成员争先恐后改变策略以适应新观点时，恐慌便出现了。"韦恩斯在第六章中对投资者恐慌心理的剖析堪称透彻，揭示了恐慌的心理成因，即恐慌是人性贪婪和暴富心理共同作用的结果。同时，他指出："真正的回报属于那些意志坚定、十分相信自己判断力而不是听别人的观点的人。……在如同战场的投资领域，胜利常常赐予那些在似乎指向同一方向的信息浪潮中冷眼旁观、勇于打破常规



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人。”

作者对多元化投资，即人们常说的“避免将所有的鸡蛋放在一个篮子里”的有效性提出了质疑，并用充分的论述否定了多元化投资可以避免股市动荡的观念。他指出在牛市繁荣期进行多元化投资是有失精明的，但在恐慌萧条期及时转移投资是较为明智的。作者在回答“市场总是对的吗”这个问题时认为，市场总是对的虽是自明之理，但并不一定能够反映企业的真正价值，因为公司主管们往往把精力花在了取悦投资者的事上，而不是集中精力改善自己经营的企业的业绩。作者在这里实际上是在论述股市的实质，在回答促使股市运作的最基本的东西，对读者理解股市恐慌的实质提供最基本的依据。如果说本书的前六章作者是在分析股市恐慌的原因、原理、实质和心理的话，那么，后三章作者就是在为读者避免陷入群体恐慌、认识股市的实质以及利用恐慌和熊市获利提供实时的建议。

斯蒂芬·韦恩斯 20 多年来一直撰写股市和交易的书，他的这本《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》是他的畅销书《生活在危险年代》（*The Years of Living Dangerously*）之后的又一力作。《生活在危险年代》主要讨论了 20 世纪 90 年代后期的亚洲金融危机，而《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》则破解了一个多年来一直困惑人们的一个谜，即在股市中获利的最佳时间和方法。因此，可以说是投资者投资的又一“葵花宝典”。根据韦恩斯的本意，本书主要是写给普通投资者的，因此《绝境与生机》读此书的任何投资者都会觉得像读新闻报道和一般评论那样轻松愉快。这是一本可以珍藏的经典之作，一本任何想在股市中长期投资的人必读的书。在有关股票交易的著述中，最为经典的著作当属《股票作手回忆录》（*Reminiscences of a Stock Operator*）。《股票作手回忆录》着重描述股票投资者的投机心理变化、人的本性和投机者的人生，而《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》则是重点论述投资者恐慌心理产生的诱因、恐慌心理的历史演变和恐慌的本质。如果说《股票作手回忆录》是分析股票投机者心理和人性的传统经典，那么《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》则是论述股票投机者恐慌心理和恐慌本质的现代经典。

张兴旺
2006 年 10 月 28 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

自2000年全球最大的股市行情结束以来,鼓励人们进行股票投资一直很难。由于过去不太有把握的投资喜好如黄金和债券的投资喜好的恢复,股权投资的吸引力日益消退。然而对于想积累财富的投资者来说,这已是一个好时机。

表面上很难证明这种观点。牛市行情结束后的3年里,股价下跌到可与1929～1933年间发生的大萧条时的股价相提并论。然而没有哪一天股市的剧烈下跌能够成为那个时期的标志,也根本找不到哪一个指数能赶得上道—琼斯工业平均指数(DJIA)一天22.6%的巨大跌幅。

新千年开始以来最大的跌幅出现在“9·11”恐怖袭击之后。2001年9月17日,当华尔街重新开始营业时,股市的暴跌超过7%,在纽约证券交易所的历史上,这次下跌的幅度可以排在第15位。

不过,当天买进股票的人十有八九在两个月内能赚得10%的利润:在基本上已成熊市的行情里,这已是不错的结果了。本书讨论的焦点是利用股价的巨大波动,但这些巨大波动很少发生。这种一直持续到2003年的缓慢萧条远非行情循环运作的特点。循环时间的长短大相径庭,但它们遵循一种完全一致的模式,即对推动股价的大事件做出过火或欠火的反应。当然,朝一个方向运作的循环,一旦逆转开始,通常会以一定的速度朝另一方向发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，投资股票的每一个人都知道这一点，但每一次循环改变其方向时，投资者的举动似乎给人的感觉是有什么令人吃惊和新鲜的事在发生。本书的第一版写在“9·11”事件发生不久后，当时全球的股市是以虽令人担忧但完全可以预见的方式运作的。我简直不明白为什么有那么多人在2001年9月17日那一天排队抛售他们的股票，而当时很明显市场对股指下滑的反应过火了，股指在不久的将来会有大幅的反弹。这样说并不是出于后见之明，因为我当时积极买进，市场上充斥着大量低价买进优质股票的机会。

我如此肯定有反弹，而那么多人却排队抛售股票，原因何在呢？对此事的思考促使我开始了这项研究，本书便是以这项研究为基础的。我想知道为什么对我以及其他许多人很明显的东西，却对那些在此事中以及面对所有其他股市恐慌时的人似乎显得不那么明显，以至于他们执意要退出股市。

答案在于对股市运作方式的理解。要达到这一理解，需研究股市在出现极端行情时如何运作、影响行情的压力何时最大，以及市场的强势和弱势何时最有可能显露出来。

随着我研读的书籍和数据越来越多，有一件事变得异常清晰：一波行情陷入危机时知道该怎么办比在其他时候知道何时买卖股票更加容易。《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)在2004年8月9日刊登了一篇文章，文章的第一段举例说明了投资者面对的一般窘境——虽有时从恐慌中消除了但却充满了不确定性：“自从去年以来，随着美国股票指数跌到最低水平，许多投资者焦躁不安地在想，这是否是一次股价上涨后的剧烈‘回落’或者是真正熊市的开始。这是一个不容易回答的问题：许多变量都是几乎不可测量的。”

该文的作者布朗宁(E. S. Browning)接着列举出了这些变量，并研究它们的含义。他引用了股市分析师的各种观点，所有这些观点尽管矛盾但似乎又非常有道理。读了这段文字的任何人都会得出这样的结论：总的来说，推迟投资决定可能较为妥当一些。然而由于不确定性，所以总有一种推迟冲入股市的情形存在。假设人人都要无限期地推迟决定，那么股市的交易定会化为乌有。虽然这不会发生，但是不确定性是股票投资的恒定因素。然而由于投资者的倔强性格，他们往往会在不确定的时期执迷不悟，恐慌时期表现得不合常理，而历史给我们的经验是投资者会遇到大量的确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定因素。

基本可以肯定的是，任何遭受剧烈下跌的股市经常会很快地展开一波实质性反弹。甚至可以说行情危机几乎被设计为买入的机会。然而有关投资的多数著作却热衷于告诉投资者在危机时如何避免上当。

我从截然不同的观点出发，着手解释为什么危机时刻是绝佳的机会以及至少100年来一直被证实是如此的原因。虽然有明显的证据表明，赚钱机会的获得是在股市极度低迷时，在人们离开多头阵营时，但是在我看过的大部分著作里，它们都是在集中论述股价攀升至最高时股市所提供的绝妙前景。

很明显，大钱是在牛市中赚取的。等待行情越走越高的诱惑促使那些本来相当明智的人，在股价达到最高点时却买入越来越多的股票。当这些牛市行情应声而落转为熊市时，情况就常常会变成这样：曾经赚过大笔钱的人会输掉其部分利润甚至输个精光。

没有人知道行情的最高点在哪儿，也没有人知道在哪个位置找到最低点。因此明智的投资者应该懂得，寻找不存在的东西是毫无意义的。然而对不确定性的寻找片刻未停，对确定性的寻找却置之不问。因此，恐慌之后多数投资者仍不愿意买进股票，因为他们仍然在寻找新的最低点。一个更加明智的方法是不去理会最低点，而是要满足于出现的相对低价并做出行动。这样做的投资者就保证会赚到钱。

由于长期以来股票一直被归入是最有利可图的资产一类，因此，股票便宜时买进似乎是一件相当明显要做的事。然而，股市不是一个合理性至高无上的地方。最终股市虽合理地运作，但很多时候的运作仍不尽合理，这就保证了勇敢的投资者可以从其他人的愚蠢行为中赚得大笔利润。

空想家们认为股市是衡量经济活动以及配置资源以支持经济快速增长的最有效和最明智的途径，他们不喜欢别人的提法，说什么股市与卡西诺赌场几乎没什么两样——换句话说，股市是赚钱与输钱的地方，它的运作基本不涉及其运行过程时应该予以反映的潜在活动。

真实情况介于两种极端立场之间，因为股市的确具有卡西诺赌场的特点，但是股市同时扮演着融资中心的重要角色。

我撰写有关股市与交易的文章已很久了，不过，现在我才意识到，我只是在建立自己的企业以及通过买卖商品和提供服务尝到赚钱的滋味时，才真正开始理解自己在过去10年来所写的东西。在那之前，我实际的工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括看看所列公司的账户以及跟踪它们在股市上的走势，此外，就是采访公司管理层的老职员、政府官员和他们的中间机构，这些人的职责是让全社会知道他们的工作卓有成效。当然，勤奋的记者要想办法找出那些持不同意见的人，并搜寻数据为其所做出的判断提供具体的证据。不过，所有这些活动与现实交易相去甚远。

一方面，经营一个企业已使我变得更加愤世嫉俗，并对股市产生了怀疑；另一方面，经营企业有助于我理解实情。

随着企业丑闻的不断曝光，这种愤世嫉俗似乎成了投资群体普遍的情绪。丑闻一度毁掉了世界上最大的会计师事务所安达信（Arthur Andersen）；也使得安然（Anron）、世通（WorldCom）以及泰科（Tyco）这样的公司破产，这几家公司在 20 世纪 90 年代的牛市行情中曾盛极一时。

这些丑闻极大地伤害了投资者的信心。投资者不再信任刊登的数据，他们觉得不能以公司的表面价值来相信公司的报表，那些曾被视作是股票投资者卫士的机构，如审计署和投资银行，在很大程度上已丧失了其在人们心目中的地位。

公司自己与管理机关已采取行动以恢复投资者的信任。例如，在美国出台了一条新法律——《萨班斯—奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act），以加强立法对公司的监管。但臭名声的阴影仍挥之不去。不过有一件事是肯定的：牛市行情只要稍露端倪就会驱散这种阴影。投资者在股市下跌时习惯于产生仇视股市的心理，经常有充分的理由，但不总是符合逻辑，因为泡沫所引来的是对公司与其他相关机构的厌恶，这些公司与机构被认为是股市下跌时不断给投资者造成损失的罪魁祸首。

然而多数已确保其股票在股市中的地位的企业与公司的运作方式，并未证明这种普遍存在于投资者中的愤世嫉俗有什么合理性。碰巧的是，股市开始回升时，这些企业和公司也没有突然成为美德的典范。他们的活动主要是例行的，几乎不会理会公司股价的变化。

我从经营企业中所得到的经验是：经营一家企业主要是处理日常管理中的问题。非常大的公司虽然有能力专门设立致力于未来战略性规划的部门，但负责这些公司的规划者十有八九会把注意力集中在现在，对他们所雇用的幻想家的想法只是稍加留意而已。从企业管理的基础层面来看，金融市场非常遥远。他们可能偶尔介入，并会大张旗鼓，但是他们的操作远非真正意义上的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场如股市上的专业人士，主要是一些个人，他们几乎不知道通过销售某些产品来赚得一块钱需要什么。在他们的世界里，空白表格是他们的指南，PowerPoint 幻灯演示是他们固定不变的形象，而与实际经营公司的人的偶然见面是他们这种生活的片刻调剂。有人认为这种对市场专业人士的粗线条刻画略有不公。许多参与股市的人士精明且反应敏锐，但他们的交易却是大量空话与传染性的不合理行为所致，这种空话与不合理性无疑会推动股市向前，但是否真正有助于实际的买卖交易值得怀疑。

本书并非对股市进行某种说教式的评论。我的兴趣主要是发现股市真正的运作方式，尤其是其处于压力时的运作方式。股市是否是一种向好或向坏的力量是第四章和第八章中要加以探讨的问题，不过本书的绝大部分内容主要讨论的是两个大问题：第一，投资者怎样才最有可能从股市中获利？第二，他们做出的反应大概是怎样的？

第一个问题之所以重要并不只是由于那些直接投资股市的人，而是由于更大的一批拥有退休金、积蓄计划以及通过互助基金投资股票的人。总体上讲，对个人而言，要保存财富并使其增值，没有什么办法比投资股票更好的了。因此，股市里的游戏运作不仅仅使得世界上一大批人对其产生了幻想，即指望股票能保证他们过上舒适的退休生活，并且确保他们的收入不因通货膨胀而减值。

我明白，要写这样一本其基础远离世界上最大的股市的书有点不符合常规。然而，住在亚洲(亚洲拥有世界上发展最快的股市)已使我获得了至少一种形式的观点。走遍这个地区，我已渐渐理解了股市体现人们的希望与抱负的程度，这些人做得非常成功，他们赚了足够的钱，不仅能够满足自己的消费，而且能够积累财富并将其留给后代。他们仍然记得他们那仅够糊口的生计，因此当他们能够攒下钱并能积累财富时，感到大为惊讶。对这些人而言，股市是希望的灯塔，是现代性的象征，从真正意义上讲，股市是为将这些人的生活提升到另一高度而提供途径的地方。最重要的是，股市让个人能够参与大企业的利润分配并通过买卖他们所持有的这些公司的股票而增加财富。有些人将其描述为一种在资本市场上为老百姓提供股本的方法。世界上新兴股市最引人注目的地方是，它们受到了低收入投资者的炽热青睐。西方成熟的股市现在在其参与者中包括了一大批低收入持股人，但是在其早期的发展中，股市是有钱人的交易中心。在新兴的股市中，各阶层人士的广泛参与已日益成为股市的一个重要特征。这并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意味着股市已成为某种协助保证财富公平分配的平均主义机器，但对那些永远不会拥有自己的企业，也不可能真正富裕起来的人来说，股市的确为他们的财富增值提供了一条途径。

本着这一理念，我希望本书会引起那些投资股市并想对股市有进一步认识的非专家读者的兴趣。我相信更多的专家、读者会对书中提出的部分新观点和新思想感兴趣，而且假使专家、读者发现我所苦苦探讨的某些问题已为他们所熟知，我希望他们给予我理解。

我对股市的部分兴趣来自于我当小投资者的经历。我喜欢做股票的整个过程：选股、交割，如果一切按计划顺利进行，便获利了结。我发现我读过的有关股市的著述很多是由那些看上去并不参与股票投资的人，或是那些只是为了客户而运作巨额资金因而对股市的参与变得客观冷静的人所写的。这是一个遗憾，因为对大多数股市投资者来说，股市里存在着一种真正的刺激感，有关股市的任何著述均应反映这一点。

自以为是的股市参与者会反对这种观点，即股市交易包含游戏的成分；但他们错了。这是股市构成的主要成分，它可以用来解释股市运作的方式。假如我在本书中未能传达这种刺激，那么我事先道歉。这是因为谁也不该忘记股市是孵化梦想的地方，是充分彰显感情的摇篮，也是接连不断地显露极端愉快与极端沮丧的场所。

再说说本书的结构。第一章着手阐述本书的基本观点，并审视股市繁荣的演进、溃绝方式以及接踵而至的恐慌。第二章尝试对影响股市的恐慌类型进行分类。这种分类开辟了新的领域，有助于对促进恐慌的形成原因和恐慌的演进方式的进一步理解。第三章更加详细地论述恐慌循环演进的方式并描述其主要特点。第四章考察恐慌变化的方式，这种变化方式主要是由于股市与股市所反映的潜在经济和公司之间不断分离所导致的结果。第五章通过两位股市专业人士的看法来讲述股市恐慌，这两位股市专业人士在危机时刻曾为对付危机而运作过多笔巨额资金。他们的经验和洞见启示颇多，难以用数据概括。从这里我转论令人担忧的股市恐慌心理主题，一个关键问题：使股市运作的是人，不了解人的行为，就绝不能理解股市的希望。接下去的一章，我试图反驳公认的猜想，即投资者受到多元化的最好保护。这似乎是一个悖论，只会让人白白浪费精力，更不用说浪费掉的无数投资机会了。第八章探讨的是股市结构存在的缺陷和这种结构存在麻烦的原因。结尾一章可被视为在独特的机遇从股市恐慌中应运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而生时将这些众多的理论和思想应用于实际的尝试。

我起初着手写本书时，我的朋友敦促我快点写完，因为在我写作时，世界的股市正处于疯狂的状态。我持乐观的态度，我的态度是：股市的疯狂是客观的，总会发生的。随着一次疯狂的终结，另一次疯狂又开始酝酿了。本书从头至尾都试图阐明这些疯狂出现时的含义。

斯蒂芬·韦恩斯
(Stephen Vines)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

在本书的写作过程中,有许多人提供了建议与帮助。非常感谢他们的慷慨与指点,我只希望我的致谢不会漏掉任何人。

在本书初期策划阶段,得到了普罗菲尔图书出版公司(Profile Books)的马丁·刘(Martin Liu)的积极且非常有益的支持。在文字校订方面,特雷弗·霍伍德(Trevor Horwood)付出了辛勤的劳动,他的目光异常敏锐,发现了书中不一致、不相关和遗漏的内容。

搜集本书中的数据并不容易,我特别感谢香港理工大学(HKUST)的蒂姆·亚当(Tim Adam),感谢他为本书搜集到了大量的数据。帕特立克·邓恩(Patrick Dunne)则为如何将数据转化为图表形式提出了有益的建议。香港理工大学依旧富丽堂皇的图书馆是我文字资料的主要来源,乐于助人的图书馆工作人员为我搜集资料提供了极大的帮助。

很多人提出了有用的想法建议,这些想法建议起了很大的作用。他们是马修·布鲁克(Matthew Brooker)、鲍勃·巴恩科尔(Bob Bunker)、乔纳森·格林(Jonathan Green)、安德鲁斯·克鲁斯(Andreas Kluth)、伊尔亚·梅纳德—格雷高瑞(Ilja Maynard-Gregory)、托尼·米索(Tony Measor)以及比尔·曼鲁(Bill Mellor)。

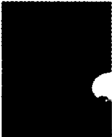
第五章中的两位受访者约翰·卡里(John Carey)和沃伦·普利姆哈克(Warren Primhak)为接受我的访问放弃了大量的时间,并对我再三的提问表现出了极大的耐心。我也非常感谢德意志亚洲证券公司(Deutsche

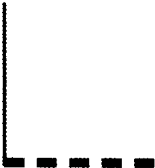
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Securities Asia)，感谢他们允许我为本章搜集额外的材料而拜访他们的交易室。

以下这些人和组织非常慷慨，他们允许我复制他们的图表：杰拉尔德·德维耶尔(Gerald Dwyer)和加里·圣多尼(Gary Santoni)授权我使用图1—1，虽然其版权为麦格劳—希尔出版集团所有，但他们同样授权我使用该图。《金融时报》海外版的编辑休·法斯肯(Hugh Fasken)授权我使用图7—1。国际货币基金组织的有关部门尽心尽力地协助我获准使用图4—1和图7—2。罗伯特·希勒(Robert Shiller)不仅授权我使用图8—1，并且还提供了最新的数据。

我再次对以上所有人表示真诚的谢意。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 …… 1

译者序 …… 1

前言 …… 1

致谢 …… 1

第一章 为恐慌做准备与从恐慌中获利 …… 1

熊市带来最大涨幅 …… 2

引起危机 …… 4

买入恐慌 …… 5

为什么投资者不喜欢廉价股票？ …… 5

一条简单的成功策略 …… 6

繁荣与泡沫 …… 8

识别暴跌与恐慌 …… 10

能说明问题的种种迹象 …… 12

从历史中吸取经验教训 …… 12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业水准、奥斯卡·王尔德与交响乐的指挥 …… 14

第二章　恐慌的种类 …… 16
假恐慌 …… 16
自发性恐慌或周期末恐慌 …… 21
传染性恐慌 …… 25
真正的恐慌 …… 30
恐慌遵循股市本身的奇异逻辑 …… 33

第三章　恐慌周期 …… 35
恐慌的加剧与其更加不可预见性 …… 36
波动性 …… 37
探究繁荣与萧条周期的原因 …… 38
周期各阶段 …… 42
政府试图制止恐慌 …… 44
这一次，有什么不同吗？ …… 47
新现实：新暴跌 …… 49
可疑行径与欺骗的乘虚而入 …… 51
疏忽而非欺诈之事 …… 55

第四章　新时代的恐慌 …… 56
股市大于国民经济 …… 57
彭兹先生健在而且健康 …… 58
新市场＝新资本？ …… 59
新市场，新波动 …… 61
钱都去了哪里？ …… 62
那么股市真正扮演什么角色？ …… 65
不稳定的因素：衍生工具交易 …… 67
不稳定的因素：对冲基金 …… 69
不稳定的因素：投资组合保险 …… 71
不稳定的因素：动量投资 …… 72
不稳定的因素：程序控制交易 …… 73

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不稳定的因素:新技术 …… 73
权力的集中 …… 74
投资银行的兴起 …… 76
股票期权病毒 …… 80
传染性贪婪 …… 81

第五章　交易者与基金经理人 …… 83
交易者:沃伦·普雷汉克 …… 83
基金经理人:约翰·凯里 …… 89

第六章　恐慌心理学 …… 96
理性解释表面上的不理性 …… 97
恐慌的是人,不是股市 …… 97
羊群效应 …… 100
敌视相反意见 …… 101
乐观战胜恐惧 …… 102
恐惧战胜贪欲 …… 103
规避风险 …… 104
妥善处理新信息 …… 105
动量 …… 108
支配错觉 …… 110
过去怎么成为了遥远的乡村 …… 110
新兴股市中的行为是不同的 …… 112
直觉至上:挑战羊群效应 …… 114

第七章　多元化是否能为应对股市动荡提供保障 …… 116
决策后悔 …… 117
何时转移投资 …… 117
多元化投资组合收益 …… 118
多元化投资地产 …… 119
多元化投资黄金 …… 122
多元化投资债券 …… 124

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票与只有股票的情况 …… 126
股票市场里的多元化 …… 128
防御性股票的巨大神话 …… 128
转战不同股市 …… 130
多元化投资衍生工具 …… 131
无为至上 …… 134

第八章 市场总是对的吗 …… 135
回到基本问题 …… 135
股票投资的渊源 …… 136
有效市场理论的问题 …… 137
什么是理性的股市行为? …… 140
股东价值的偶像 …… 141
盈利游戏 …… 142
并购游戏 …… 144
股东赚,公司亏 …… 147
股市如何破坏经济 …… 148
回避股市的企业家 …… 149
受雇人员与控股股东的对比 …… 149
抛开一切:股市实情 …… 152
了解反面意见 …… 154
如同革命,股市消灭自己的幼子 …… 155
股市培育强者 …… 155
消除股市噪音 …… 156

第九章 机遇 …… 158
熊市带来最大机遇 …… 158
投机于回升 …… 159
了解偏好,了解股市 …… 161
把握时机 …… 162
确立目标 …… 164
勇敢的投资者 …… 165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测极端行为 …… 166
新市场,旧模式 …… 167
资金量增大 …… 168
利益冲突 …… 168

注释 …… 170

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章　为恐慌做准备与从恐慌中获利

1987 年 10 月 19 日，纽约证券交易所的股票成交量为 12 亿股，无论以何种标准衡量这一天的交易量，均是令人吃惊的。次日，报纸的标题便扬言股市放出巨量抛盘，但这是废话，因为股市抛出的每一股都必须有买盘。同样，也可以用“华尔街放出巨量买盘”作为标题，然而，那不是新闻报道的方式。因此，这些标题所言绝非只是陈述一个人人皆知的事实，因为这些报道的意义是，纽约股市记录了其单日最大下跌的百分比。随着指数下跌 508 点，道—琼斯工业平均指数也下挫了 22.6%，5 000多亿美元的股票市值蒸发殆尽。顺便一提的是，在 1929 年 10 月 28 日的黑色星期四，华尔街股市暴跌了 12.8%，创有史以来第二大单日跌幅，这促使了后来股价的持续下跌，并一直延续到 1930 年，这一持续的下跌总共也“只”跌掉 500 亿美元的股票市值。

《1929 年大崩盘》(*The Great Crash 1929*)的作者约翰·肯尼斯·加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)注意到：“在所有股票交易的难解之谜中，没有什么比在人人寻求抛盘时为什么总有人接盘这样的谜让人费解的了。”[1]有时候，做多者与做空者并不是一对一的，只有在价格不停地暴跌后他们才建立起联系来，但是，价格的暴跌是发生在投资者真正想抛盘时，即通常是在他们恐慌时。换言之，做多者总是准备着以某一价格进入股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市。因此，加尔布雷思讲到的难解之谜就没有那么费解了。

这一点便可解释为什么在1987年和1929年两年中，当其他人匆匆撤出股市的同时，大批的投资者却能看清惨烈下跌的本质并在介入股市时可以窥见巨大的机会。事实上，所有的历史证据均肯定了他们的信心。就在1987年大崩盘后的一段时期内，以及其他相继出现的行情剧跌的时期内，那些在下跌最惨烈的时候买进股票的人均因其胆识而得到了回报，这一点已反复得到印证。

这是因为股市在表现理智与极度不理智时呈现出完美的精神分裂症特征。在对大事件与新消息的过度反应中，股市表现得不理智，而这种过度反应却不能持续，股市此时又表现得理智，允许那些一直未受恐慌反应影响的人去赚取利润。

那些鼓吹理智股市的人极不愿意承认那些表现极端的投资者的失利。具有讽刺意味的是，正是这些名副其实的鼓吹者指责投资者破坏了股市的纯洁性。因为他们最终认为虽然股市是理智与合理的，而股市参与者却并非如此，从而使其因持有这种观点而陷入困境不能自拔。这种观点的经典例子来源于耶鲁大学的著名教授欧文·费雪(Irving Fisher)，他在1929年股市大崩盘前的看多观点以及为这种看法所做的道歉似乎使他在某些地方成为了笑柄。在他的后崩盘分析中，他写道："我自己的印象一直是而且现在仍然是，行情的上涨主要是因为可靠的、有充分理由的利润预期，只有部分是因为不合理和不明智的买入偏好。"[2]

这几乎等于在说行情下跌时市场便是错误的。这一说法不符合实情，因为对于一个自由市场来说，其正确性的惟一标准是其存在的标准。事后分析股市本应达到何种标准是不适当的；做多者与做空者是惟一有权做出这个决定的人，一旦他们做出了决定，他们的判断是对还是错就无关紧要了，因为他们已经创造了行情。去判断行情可能的走向完全是另一回事，因为行情产生了，争论的余地也就有了。

熊市带来最大涨幅

当行情走向极端，股价的波动变得反复无常时，对股价正确标准的争论就会变得激烈起来。多数人的观点很简单，他们认为最大的股价涨幅发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生在牛市，而最小的股价涨幅则出现在熊市。这种观点并不完全正确。

在华尔街，有史以来最大的单日股价上涨就来自于熊市期间。实际上，除一次外，美国股市的所有最大单日涨幅均发生在1929～1932年间（见表1—1）。这意味着这些股价的巨幅上涨发生在历史上股价下跌最长的一段时期内。其中最大的涨幅为1931年10月6日达到的14.87%。另一次也是惟一一次可与后1929时期相提并论的股价大涨是1987年10月21日(即黑色星期一暴跌后两天)的道—琼斯工业平均指数10.15%的那次上涨。

表1—1　　道—琼斯指数十大单日最大涨幅

日　期	上涨百分比(%)
1931年10月6日	14.87
1929年10月30日	12.34
1932年9月21日	11.36
1987年10月21日	10.15
1932年8月3日	9.52
1932年2月11日	9.47
1929年11月14日	9.36
1931年12月18日	9.35
1932年2月13日	9.19
1932年5月6日	9.08

为了不让人觉得熊市中股价的暴涨似乎是美国独有的现象，可以看看我们仍然记忆犹新的极端熊市，即长达10年的日本股价的萧条。日经225指数到1989年底涨到38 900点的最高点后开始暴跌，到20世纪末，其股票市值损失了约三分之二。然而，日经指数有史以来最大的10次单日涨幅中有7次就发生在20世纪90年代。上涨13.2%的单日最大涨幅发生在1990年10月2日，而这段时间里，几乎人人都对日本股市持极度悲观的态度。

为什么最富戏剧性的股价暴涨是紧随恐慌而出现的一个原因是：由于看空情绪的确立，交易量出现了急剧萎缩。随着交易量的萎缩，行情对少数交易者的交易活动变得更加敏感。这些廉价股票追逐者很快就能将抄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底的股价转变为高价。

加尔布雷思提到，这些股价暴涨的受益人是“神秘的”股票买家。然而在暴跌时进入股市的却不仅仅是那些善于抓机会的交易者。行情暴跌时在股市操作的一些最理智的人是那些买进自己公司股票的人，或者是拒绝抛售自己公司股票的人，其原因很简单，行情已进入了疯狂期。他们知道这些公司的真正价值，一看就知道其股价是被低估的，所以非常值得买。

1987 年，到以黑色星期一开始的那一星期末，有 100 多家美国公司宣布它们要回购股票。这些公司中许多是极其赚钱的公司，其中包括花旗公司(Citicorp)、百时美公司(Bristol-Myers)、福特汽车公司(Ford Motors Company)、通用汽车公司(General Motors)和美林证券(Merrill Lynch)等。这些公司无一例外地维护了对自己股票的信心。

引起危机

在情绪极度悲观时大胆地买进股票确实没有必要。历史始终支持那些愿意在行情恢复时冒风险的人，历史同时表明风险并不像看上去的那么大。

内德·戴维斯(Ned Davis)研究机构回顾了自 1940 年以来美国发生的 29 次主要危机的影响，发现这些危机在一开始会引起平均 7%的股价下跌。然而平均恢复期只有 7 个月的时间，而在 6 个月内行情表现得比前危机时期更加强劲。美国银行(Bank of American)的研究者们在 2001 年所编的报告中，调查了过去 60 年间的股市危机，发现道—琼斯工业平均指数在危机发生的 1 年内平均涨幅达到 15.5%。

这些平均数有误导的嫌疑，因为它们包括了我所称的假恐慌的影响，这一点是下一章中将要讨论的内容。不论恐慌是假的还是基于对公司利润有充分理由的担心，这两家机构调查中涉及到的危机便足以引起股价的暴跌。

如果说本书要传达一个信息，那么，这无疑是一个简单的信息：股市恐慌是赚钱的最佳时机。因为股市总是反应过度，所以它们总是自我纠正。在投资领域里，虽然你大可记住历史并不一定会重演，但股市恐慌过后历史必会将这一切记录在案，除此以外，便几乎没有其他确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种观点并不新鲜。许多最成功的投资经理人已曾一致建议利润追逐者要采取与广大公众情绪迥异的大胆策略。坦普顿投资管理公司(Templeton Investment Management)的创建人约翰·坦普顿爵士(Sir John Templeton)就以鼓励投资者“在其他人沮丧地抛出时买进,在其他人贪婪地买进时抛出”而闻名。

买入恐慌

当人们想到股市恐慌时,他们想到的是股价的下跌。然而在20世纪70年代,我有一位在伦敦当经纪人的朋友就指出,也有买入恐慌这类事。值得注意的是,没有人将这类事描述为股市疯狂期,正如我们所看到的,股市疯狂期是普遍应用于严重的行情下挫时的一种描述。买入恐慌通常出现在行情下跌时大基金的管理者们发现自己在股市中的投资严重不足之时。以下是1972年发生在伦敦的一个事件,这一年股价跌破了净值。在这种情况下,为了慎重起见,大批基金管理者觉得应该以现金形式持有他们绝大部分的投资组合,但是只要略有股市翻转的风声,他们就会被迫仓促买入股票。这就产生了一种买入恐慌,造成股票价格一时的大涨。结果,伦敦股票交易所(London Stock Exchange)每日的平均交易数从1971年的20 784升至1972年的26 476,尽管股价仍然是下跌的。

现在大多数的大基金管理者均全额投资,因为有更加严格的控制基金的管理规则,大多数规则不允许留有大量的头寸。然而私募基金和对冲基金的运作方式则不同。这可能足以产生基金管理者买入恐慌的局面。

为什么投资者不喜欢廉价股票?

虽然买入恐慌似乎很有趣,但是它不是这里真正关心的问题。还有更加有趣的情况,即本来对股价下跌就敏感的人们的反应。一看到股市出现弱市就急切地想减持手中股票的投资者通常是同一类人,他们直言不讳地宣布,只要有如此多的不确定性存在而且如果股价看上去毫无抵抗地下跌,他们就要撤出股市。不过,就是这些人很可能就在他们抛出股票时加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入到抢购降价商品的行列。他们排队购买降价商品的理由无可指责，因为他们成群结队地去购买他们所需要的东西或购买通常只有降价他们才能买得起的产品。

股票没有那么大的差别。假设看多者是坚定的股票投资者，并认为任何投资组合的绝大部分均应包括股票，那么在股票便宜时就一定会出现买进股票的情形。

然而，说到股票，这些兴趣复萌、厌恶低价的投资者则持相反的观点，他们宣称他们只想在股价高的时候和行情上涨的时候买进股票。这种现象在一定程度上解释了为什么牛市行情中的交易量远远高于股价下跌时的原因。

被广泛认为是近年来最精明的投资管理人之一的伯克希尔·哈撒韦公司(Berkshire Hathaway)总裁沃伦·巴菲特(Warren Buffet)对此种逻辑同样迷惑不解。巴菲特以其独特的调侃方式写了他非常爱吃汉堡包的事。"我在余生中要买汉堡包，"他宣称，"要是汉堡包价格下跌了，我们就在巴菲特家里唱'哈利路亚'。要是汉堡包价格上涨了，我们就哭泣。对大多数人来说，一生中要购买的一切(除了股票)都是同样的道理。要是股票下跌，你掏钱买进了更多的股票，那么人们就不再喜欢股票了。"[3]

人们表现得不理性的原因主要在于恐惧，而非驱动所有股市的程式中所述的贪婪的那一面。人们害怕被卷入股价继续下跌的漩流中。然而逻辑证明，如果能够买到一个举世无双的公司的股票，这只股票不仅具有实际的盈利记录，而且与以前的股价相比有很大的折扣，那么这种折扣一定值得考虑。



一条简单的成功策略

人们总避免不了使原本非常简单的投资策略复杂化。最后一章将讨论应付股市恐慌和避免恐慌后果的方法。然而让我在这个阶段概括一下这些观点，因为这些观点组成了本书的基本论点。

在恐慌之后以及行情上涨时，股票的价格极有可能不会再回到曾经到过的、令人刺激的水平，但是对于以低价买进蓝筹股的精明投资者来说，这并不是问题。这是因为投资者在股价大大低于其历史水平时通过进入股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市已经获得了宝贵的资产。这样，买进股票者的潜在获利已非常可观了。一些投资者执迷于对暴跌前股价水平与暴跌后股价水平的比较。然而，这仅仅与暴跌前的持股人有关。那些在股价低于暴跌后水平时买进股票的人只需关心暴跌后的股价波动，这个时候盈利空间已大得惊人了。

股市里的每一个人都想有一个水晶球，它能够准确地告诉他们何时进入股市，何时撤出股市。但根本就不存在这样一个水晶球，因此股票购买者最佳的选择是，不要再关心股价的最高点与最低点在哪儿了，只集中关心什么对个人投资者最有用就够了。企图在股市领域内预测这些极端的点位简直可以说是愚蠢之极。

投资者加强修养更加重要。这句话的意思是说，投资者应该为自己的盈利预期设定目标，并且为损失设定底线。例如，如果投资者认为10%或20%的利润比较理想，那么一旦这个目标达到了，他就必须立刻抛出，并不再考虑股价的后续上涨。于是，认为较为理想的一笔利润将会如期到手，下一次赚取利润的时间又会到来。目标的设定一定要适合个人风险的承受能力以及个人的盈利预期；这里没有一般规律。然而最好是设定与行情的总体演变相一致的目标。例如，在20世纪90年代的牛市期间，设定高目标本来是可行的。总体上讲，在这十年里，股价的平均年涨幅约在18%，而1994～2000年期间，涨幅上升得更加明显，平均涨幅出奇地升至50%。

在迅速上涨的行情中，设定目标的修养以及保持这种修养特别重要，因为行情随着夸大的预期在波动，在确保令人炫目的上涨期望中，引导着投资者推迟抛盘。这就意味着在泡沫破灭时投资者很容易被套。

在牛市中，明智的投资者会大量抛出他们的投资组合，收回利润并将其重新投资股票或其他资产。具有讽刺意味的是，在熊市中，可能较难出现大量的小幅上涨，但在股价剧烈下跌时较容易出现大幅上涨。

价值投资者，即追求公司的实质性盈利记录并乐意长期持有这家公司股票的投资者，这些人不希望股票由谣言与其他非来源于公司报表中所示的基本面的因素而引起的股价上涨。在行情上涨期间，他们也许不愿意过度买卖他们持有的股票。尽管他们的不情愿可以理解，但完全不符合逻辑，因为在他们认为具有价值的股票上他们总能赚取利润并能够在这些股票便宜时再度买进。

在股市疲软时，金融资讯人士广泛认同的一条策略是，介入到所谓防

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

御性股票中去。这种股票通常是公用事业公司股票和其他种类为人熟知的稳定但行情不活跃的呆滞股票。这一概念将在第七章中详细讨论。此时此刻，有充分的理由说明，依靠防御性股票通常是错误的，这是因为在行情下跌时如果能在股市中的其他地方找到便宜股票，那么，此时的防御性股票的价格已在高位并且已经不便宜了。

这自然就引出了一个问题：如果恐慌发生，投资者未能及时逃离股市，他们该怎么办？回答几乎总是毫无办法。当然，在最恐慌的时候抛售股票是愚蠢的，除非抛出是不可避免的。然而拖延损失也不是明智的。1929年暴跌的经历非常有力地证明了这一点，即拖延暴跌前买进的投资组合的损失的投资者会感到，他们不想过 25 年等股价再回到原先的水平时再抛出，他们的这种想法是非常有道理的。在这种情况下，这些期权无一具有特别的吸引力。投资者可能会考虑接受一定数量的损失，然后在行情略有回暖时抛出。又或者他们可能愿意坐等事态的发展，因为他们知道，从总体上讲，股价下跌时，其他资产的价格往往也在下跌，因此逃离股市可能等于进入了另一个疲软的股市。这一问题也将在第七章中详细讨论。

繁荣与泡沫

股市一时的狂热引来不理性炒股人主宰行情的重复模式的惟一最新证明是 20 世纪 90 年代的繁荣。这种不理性经常传染股市的参与者，虽然这些股市参与者在其他时候表现出的是理性的良好状态。如我们将在第六章中看到的，随着乐观的情绪被同样夸大的悲观情绪所代替，投资者很容易受到连续不断的狂热和担心淹死的恐惧所左右。在这种时候，懂得股市心理学比懂得经济的基本规律更为重要。

然而，仅靠股市心理学是解释不了股市的极端无常性的。要理解从乐观到悲观的巨大起伏，就需要理解行情为什么上涨得如此迅速并形成泡沫。

经济学家通常将泡沫定义为资产价格与其潜在价值不对称的状态。这种界定非常不恰当，因为股价与潜在价值之间的不对称是常事，这说明泡沫是股市的一个恒常特点。对泡沫定义较为一般性的理解与行情赐予资产特别高的估值的情况有关。过高的估值无论在何种情况下，都会对获得足够的利润来支付与股价相匹配的股息的可能性产生压力。换言之，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫期间，如果股价高于公司利润约 100 倍，那么在股票被持有的任何时候，股息支付与股价相匹配的可能性都是极小的。可以赚取利润的惟一办法是抛出股票，从而刺激泡沫，此时的泡沫已经呈现出自己的活力，而几乎忽视了基本的资产状况。

尤金·怀特(Eugene White)是这一论争中的一员，他提出："当潜在的基本规律变得更加漫无边际、更加难以预料时，泡沫就产生了。"[4]

这一言论对讨论是有益的，但似乎不能够全面理解泡沫时期潜在的基本规律并不难预测这个简单事实。这是因为行情进入疯狂时，由于估值不证自明地脱离了现实，所以很容易看清后果。

下面是股市繁荣的特点及其成因的要点清单。对于一些繁荣学的学生来说，这个清单可能不很全面，因为我已将其浓缩为大多数情形中均能见到的要素。此清单的突出之处在于它适用于任何时候以及全世界任何地方。换言之，这些要素在世界各地或多或少都存在，而且自从股市诞生以来就一直没有什么变化。

股市繁荣的原因

- 狂热、上涨趋势或新情况的出现激励新的投资。
- 上涨的股价激励乐观主义和对股价上涨的更高预期。
- 经济增长的良好环境支持企业的盈利。
- 放宽限制与增加自由度创造出新的机会。
- 买进的狂喜受到充足的信贷供应的刺激。
- 发行更多的股票以满足投资者的需求。
- 新型衍生工具的出现和保证金交易的增加。
- 股价的上涨迅速，超过了债券价格的上涨。
- 创造了从政府到小投资者大肆宣传股市的共同兴趣。
- 基金经理人受到良好业绩的鼓舞，变得更有胆量，觉得更无所不能。
- 可观利润的消息吸引了大批没有经验的炒股新手。
- 基金经理人与职业投资者通过冒越来越大的风险不断地拉高股价。

投机泡沫容易形成并同样容易破灭。"对于那些一直希望在最后崩溃前但在所有可能从股价中所获利润已经成熟之后撤出的投机者来说，任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实质性刺激都会引起他们的抛售，"加尔布雷思写道，"他们的悲观会感染那些较为单纯的人，这些人认为行情可能会永远涨下去，但是现在却改变了主意，要抛出了。很快就要追缴保证金了，所以仍有其他一些人不得不抛出。于是，泡沫破灭了。"[5]

识别暴跌与恐慌

这个时候行情最有可能出现暴跌。这种暴跌也许不是股价一天的剧烈下跌，但几乎肯定的是，在一段时间内股价会产生明显的剧跌。那么股市恐慌是什么呢？从某种意义上讲，股市恐慌像一只大象：容易看清楚但难以描述。可以应用数据的精确度量来获得它的定义。每日0～3%的行情波动很少会引起恐慌，尽管在大多数的行情中，行情的波动基本低于这个比例，而不是高于这个比例。如果每日的波动获得了动力，引起了股价超过3%～4%的跌幅，那么这种下跌通常可看做是恐慌的迹象。股价超过5%的下跌通常表明有更加严重的恐慌。股市交易中免不了有误差，一天中大的波动可能不会是恐慌的结果(尤其是短暂出现的行情)，会马上结束。即使随这些下跌之后不会再出现下跌，也仍可视做是恐慌时刻。

大多数的这些小恐慌是由政治事件而非经济或金融的原因所触发的，尽管当时似乎令人担忧，但它们往往是短暂的。例如，1955年9月26日，艾森豪威尔总统的心脏病引起恐慌，华尔街下跌了6.62%，同样，1987年10月29日，伊朗袭击了科威特的石油设施，这一消息使得同一个股市几乎战战兢兢，丧失了做多的勇气，股价下跌了3.92%。然而，如同总统的心脏病未对经济有任何影响一样，伊朗人的袭击也未预示在中东爆发一场战争。

在下一章中要讨论这种恐慌以及其他类型的恐慌，并尝试对恐慌类型分类。不过，此时此刻，我们还是集中讨论恐慌的一种实质性特点，并识别会引起这些恐慌的要素。关于繁荣和暴跌的原因有大量的文献资料可查。突出的要点似乎可归纳为以下几点。

暴跌与恐慌的原因

- 初露对上涨行情的疑虑。
- 炒股新手们对促使投资猛增的一时冲动的潜在盈利等产生怀疑。

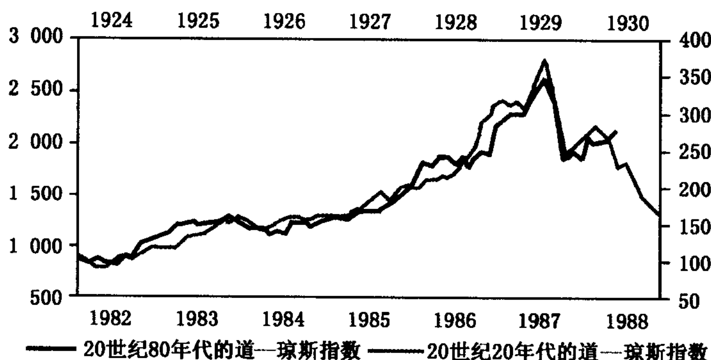
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 企业亏损开始爆出。
- 股价开始下跌。
- 保证金交易者的压力在增加，其他负债炒股的人，由于银行催债，故增加了抛售压力。
- 股市盼望政府、权威人士或什么人的引领，希望他们能建议参与者该怎么办；这种情况很少出现，因此股价进一步下跌。
- 丑闻与欺诈的消息传出，导致进一步的恐慌。
- 有关经济、企业利润等的负面消息加剧了恐慌情绪。
- 恐慌开始蔓延并自我加强，导致股价的迅速下滑。

这种事态的发展模式以不变的规律重复着，有时缺一两种要素，不过通常它们各就各位。我们将在第三章进一步详细讨论这个问题。

尤为引人注目并几乎到了难以置信的地步的是，在导致行情持续最大跌幅以及在持续最大跌幅之后的两年里（1929 年和 1987 年的暴跌），股价的走势几乎是完全相同的。正如马克·吐温所言，历史本身并不重复，但有时候历史是相似的。

图 1－1 是加里·圣多尼和杰拉尔德·德维耶尔所作，他们指出："两次牛市均基本上始于当年的第二季度，每次持续 21 个季度，在第三季度达到最高点，两次最高点的日期只相差几天。54 天过去后才出现最高点与暴跌；而且每次暴跌都使整个股市的平均股价跌幅超过 20%。"[6] 这些相似性非常巧合，有点离奇，且难以置信。



资料来源：Gary Santoni and Gerald Dwyer，"Bubbles or Fundamentals：New Evidence from the Great Bull Markets"。

图 1－1　1929 年与 1987 年的行情韵律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能说明问题的种种迹象

由于暴涨与暴跌的循环存在一定的一致性，因此识别许多典型的、能说明问题并有助于预见即将来临的灾难的迹象也是有可能的。提醒投资者较为典型的警示迹象有：

- 企业高负债；
- 高利息率；
- 银行的借贷猛增；
- 高市盈率；
- 重组与收购活动的猛增；
- 大量新股的发行；
- 股价新闻从商业版面的中间提升到报纸和广播的头版；
- 对新纪元与新规范议论太多；
- 股票经纪行和投资银行不断招募新职员；
- 金融机构有明显的消费和浪费行为；
- 股市投资总额的增长大大超过股市所在国的国内生产总值。

这些问题将在第三章和第四章中加以详细的讨论，不过，在此只能说，没有任何理由可以说明暴跌是某种缺乏可预测性的自然之力。可预测性并不是说能够确定暴跌何时发生，而是说可以预测出一次暴跌正在酝酿的可能性。

从历史中吸取经验教训

尽管股史有着历史重复的清楚记录，但是要提出谁从历史中吸取了经验教训这一问题仍不为过。查尔斯·金德尔伯格(Charles Kindleberger)在他对金融危机的经典研究《狂热、恐慌与暴跌》一书中，引用了对 1986 年 5 月发生的黑色星期五暴跌期间大跌的奥维雷恩德—格内(Overend-Gurney)公司的命运的出色评论。据说这家公司的人都是“十足的傻瓜”。在谈到他们的损失时，瓦尔特·白哲特(Walter Bagehot)说，他们“在某种意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义上说是非常草率、非常愚蠢的，人们会认为即便是一个孩童在伦敦市向外人借钱也会比我们做得聪明”。[7]

倘使19世纪后十足的傻瓜们从金融舞台上消失，那么当我们想到大的金融机构是由一帮在股市疯狂期非常容易受骗的人所管理，我们就能够笑得更加无拘无束了。然而，只要没有丑闻、没有投机者的愚蠢和没有在历史中一无所获的坚定决心，一波大牛市是很少会悄然走到尽头的。

撰写这次记忆犹新的恐慌的时间是2001年恐怖分子袭击美国的“9·11”事件后的那段时间。股市在9月17日重新开盘时，交易记录创了新高，换手的股票达23.7亿股。道—琼斯指数下跌达684.8点，跌幅为7.13%。抛开所有具体点数和数量不说，仅从百分比的角度说，此次下跌不偏不倚正好是华尔街第十四大单日跌幅。

2001年，摆在投资者面前的是他们所需的在此情况下事态发展的所有信息，尽管官方提醒不要让恐怖分子看到股价下跌而幸灾乐祸，但是当开市的铃声敲响时，卖单仍然堆积如山。那些通常不出人们所料的人被推了出来以警告会出现更糟的情况。诚然，其他的声音会提示此时抛售是不明智的。而只有为数不多的勇气不凡的人建议大胆地买进，给出了一条会很快赚钱并有丰厚利润的策略。

被称为谨慎投资的顾问建议集中投资防御性股票。那些遵照此建议的人应该注意到，两个月之后，道—琼斯工业平均指数从9月17日的跌幅中上涨了10%，而传统的防御股票堡垒——公用事业指数则下跌了12%。（第七章将更加详细地讨论面对恐慌的防御策略。）

袭击美国投资者并迅速蔓延到世界各地的恐慌似乎说明，过去的经验对他们来说毫无用处。然而，似乎有证据表明，在1987年的大跌之后，人们从历史中吸取了一定的教训。美国以及其他地区的央行意识到，如果1929年的股灾再次出现而流动资金枯竭，暴跌会更加糟糕。因此，各央行开始特意增加货币储备，这一举动被广泛认同，认为它可以大大减少负面影响本应带来的损失。如果的确如此，那么这说明一旦恐慌已经开始，是央行的银行家们而不是其他人在研究如何应对恐慌，但是有关从一开始就防止恐慌袭击的经验教训是否在研究，仍然不明确。

很难想像未来的恐慌将会与我们过去看到的恐慌差别那么大。假如有一丝的迹象证明投资者正在从历史中吸取经验教训，那么就更有资格做出这样的断言了，但这样的证据很难找到。历史从来就不是一个确定的指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

南，但它只被那些有勇无谋的人所忽略。

1932 年 5 月，在华尔街的股票市值从 1929 年达到的高点锐减 85%以后，股票经纪人迪安·维特尔(Dean Witter)对客户签发了下列说明："未来仅有两个前提是站得住脚的。我们要么陷入混乱，要么恢复正常。前一种说法是荒谬的。如果混乱接着发生，一切均会失去价值；无论是债券、股票，还是银行存款，抑或是黄金均会失去价值。"迪安·维特尔相信复苏会到来，所以说："尤其重要的是，几年内股价将会出奇地低，与 1929 年一样，其价值会出奇地高。"[8] 这位经纪人所说的基本上是对的，但在时间表的问题上有些误导。

时间与行情有着很大的关系，因为作为一个群体，投资者似乎非常没有耐心。他们想要结果，前一天就想知道结果。然而行情需要时间来恢复正常。

有时候，形势变了，投资者受历史的过度影响，认为从前发生过的还会发生。这几乎与从历史中一无所获一样危险，因为尽管行情显示出周期性和重复性的特点，但是行情并不总是以完全相同的方式表现自己。历史应该被用做一般指南，而不应被用做具体的道路图。

专业水准、奥斯卡·王尔德与交响乐的指挥

人们可能认为，股市"职业化"的逐渐形成会创造一个理性的市场。50 年前个人拥有 90%以上的华尔街股票。今天，个人直接拥有的股票不到一半，这相当于 20 世纪 70 年代与 80 年代行情从非常低的点位复苏时个人拥有股票的水平。我们会在第四章探讨大机构投资者的股票集中购买力是否使得股市或多或少地成为了一个理性场所的问题。总而言之，结论应该是，所谓的股市日益机构投资化与日益的理性并不对应。没有任何证据说明机构投资者不会像个人投资者那样恐慌。相反，大多数的证据说明这样的事实：在恐慌时期，机构投资者与个人投资者的行为是完全相同的。

情况若是如此，那么我们就会想到，尽管做出投资决定的途径不同，但是这些途径一直在引导一个非理性的倾向，尤其是股市处于压力之下时。

除了易于恐慌之外，所有股市的致命弱点是诱惑。投资者如同奥斯卡·王尔德(Oscar Wilde)，似乎能够抵制其他所有一切。假使将诱惑从程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式中去掉，那么行情就不会那么短暂，泡沫和恐慌就会少之甚少，根本规律就会一统天下。然而股市是令人刺激的综合融资场所，是复杂的金融管理中心，是用挣来的血汗钱投资的腹地，而且还具有卡西诺赌场般的组织形式。这就是为什么盲目地给股市冠以理性交易行为的完美工具是不切实际的原因。同样，将股市视为疯狂的、不可预测的财富输赢场所也是错误的。股市是两者的混合物。股市含有许多不同的成分，它以截然不同且经常是矛盾的动机接纳参与人。由于这个原因，股市不能够不存在，也不能够不为那些能够在利益冲突中找到一条出路并真正理解股市运作方式的人提供巨大的机会。一旦投资者懂得了这一点，他们就可以不断地从股市中赚钱。

这通常意味着聪明的投资者需要有意识地去做其他投资者已经决定不去做的事。我在参观设在中国香港的德意志亚洲证券的交易厅时，听到了从另一位角度看待这种观点的更加生动的表述。一位名叫西蒙·赛德勒(Simon Sadler)的交易员说："如果你想指挥交响乐，你就必须背朝观众。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　恐慌的种类

理解股市恐慌的最好办法之一是设计一种恐慌分类法。一旦恐慌的本质得到较为透彻的理解，那么就比较容易找到避免损失或者找到获利的方法了。本章概括了四种恐慌，这四种恐慌不仅用于对已发生的恐慌进行分类，而且还可以作为样本帮助理解新出现的恐慌。

这种分类的目的是为了识别恐慌的主要特性；然而大多数的恐慌不是单一的类型，因此，在各种类型之间往往存在着比较大的重叠性。

四种恐慌是：

▶ 假恐慌——由与股市的内部运作或股票背后的公司业绩毫无关系的大事件所引起的恐慌。

▶ 自发性恐慌或周期末恐慌——此类恐慌也可以被说成是泡沫破裂的恐慌。

▶ 传染性恐慌——从某种程度上说所有的恐慌均具传染性，但是这种恐慌是由感染本身所驱使，而不是由事件或原因最先引起。

▶ 真正的恐慌——此类恐慌是由真正的大事件引起的，如经济衰退或是让投资者有充分理由担心的公司利润率的大幅下跌。

假恐慌

我们从最不具逻辑形式的恐慌开始，因为这种恐慌最容易描述，也最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

容易对付。众所周知，股市里尽是些易激动的人，他们往往对新的信息产生过度的反应；而对与投资的根本原则毫无关系的信息也会做出过度反应。

假恐慌持续的时间一般较短，它是由对某些极不可能对公司业绩造成任何影响的消息的轻率反应所引起。这种恐慌的例证极多。回想 1957 年 10 月的华尔街，当时美国人得知苏联已经将人造地球卫星送上了天，走在了美国人的前面，从而使我最青睐的其中一只股票跌了 9.9%。当然，这件事打击了美国人的士气，并且也绝对说明了美国人的情报弱点，即对苏联的太空计划一无所知。然而，人造地球卫星的发射几乎不可能使通用公司少生产汽车，也不可能减少可口可乐的产量。同往常一样，没过多长时间，甚至那些最悲观的投资者都领悟到了这个简单的道理，于是，剧烈下跌的股价不久就出现了逆转。

悲剧事件绝不是轻率的理由，但是股市有时候似乎定要将悲剧转变为闹剧。通过对与交易之事毫无关系的悲剧事件的荒唐反应，使闹剧得以上演。1915 年，德国的 U 潜艇击沉了一艘冠达客轮卢西塔尼亚号，从而使纽约的股票下跌了 4.54%。投资者低估船舶公司的股票价格是合乎逻辑的，但事实却并非如此；各个船舶公司的股价出现了大跌，而这与造船业毫无关系。

同样不合逻辑但却相反的是，1991 年 1 月美国在沙漠风暴行动中空袭伊拉克使得股价暴涨。空袭开始后的那一天，华尔街止跌回升了 4.6%，接下来的 10 天里上涨超过 8%。毫无疑问，美国人，包括那些推动股市上涨的人都觉得让萨达姆·侯赛因总统受到重大挫折是件好事，但是没有合理的原因可以解释为什么空袭巴格达会导致企业利润的增长。然而碰巧的是，在利润增长期间股价也会暴涨，但那与伊拉克绝对没有关系。

如果股市对轰炸伊拉克的反应可以被认为是不符合逻辑的，那么 1983 年 10 月美国入侵西印度群岛的格林那达(拥有 101 000 人口)时股市的反应就可以被认为是更加无法理解的了。华尔街股价下跌了 2.7%。这个微型加勒比国家的行政当局与巴格达的政府不同，他们很快就顺从了美国人的意愿。换言之，此次入侵可以说是一次成功。无论事实是否是这样，但很难理解为什么投资者对此事只报以最小关注。

1963 年 11 月，震惊全国的暗杀肯尼迪总统事件产生了直接的自动反应。消息传来，华尔街股价暴跌接近 3%，但是次日就回升了 4.5%，三周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后上涨超过了7%。这使得暗杀肯尼迪的事件成为了有史以来最短的恐慌之一，这样是合理的，因为总统的死亡几乎没有改变经济政策，也没有对企业的活动产生任何影响。

艾森豪威尔总统既没被暗杀也没殉职，但是在1955年9月，他患了心脏病，却引起了华尔街股价大跌，跌幅远远超过肯尼迪总统死亡时下跌的幅度。情况就是如此，虽然暗杀肯尼迪的事件给全体美国人的心理带来了沉重的打击。由于担忧总统的心脏病，华尔街的股价下跌了6.5%，虽然股市当时经历了一段萧条期，但股价的恢复比总统的健康恢复快得多。

美国投资者也对1982年4月～5月间英国在福克兰群岛进行的小规模战争表现出不安的反应，当时股价下跌了2.9%。即使回想一下，也很难弄明白这件事如何能够对美国或英国股票的价值产生这一点影响，但是如果这场战争由于某种原因升级，那么英国民众的反响可能会更加厉害。

在这个世界的另一边，1950年爆发的朝鲜战争直接引起了股价下跌5%，在随后的一个月内下跌了12%。这是标志冷战升温的大事件，该件事件引起了媒体的极大关注，是美国人真正关注的消息。然而，朝鲜是遥远的他乡，即使所有最杞人忧天的观察家也意识到这仅是一场局限于亚洲的对抗。随着该件事被完全理解，投资者恢复了信心。3个月之内，华尔街的涨幅几乎达20%。

股市对日本袭击珍珠港的反应更加复杂。袭击之后的两天内华尔街股票市值下跌了6.5%，但是债券在3周之内却上涨了4%。我们现在知道，这次袭击将美国拖入了第二次世界大战，因此也为投资者的担忧提供了理由。然而从纯经济的层面上看，敌对冲突的爆发是天赐的大喜事；一件最终结束持续了10年多经济衰退的大事。尽管有人声称罗斯福总统的新政结束了20世纪30年代的衰退，但是新政的影响与日本以及德国敌对冲突的爆发相比小得多。到战争结束时，美国的经济总量增长了一倍，企业利润超过了1929年的2.5倍。然而，战争结束后，却几乎用了10年的时间股价才恢复到后1929暴跌时期达到的水平。按理说，股票本应上涨以反映可能由战争引起的经济刺激。这种情况短暂地出现过，但投资者对战争的恐惧是有充分理由的，这也导致了随后股价的下跌。

以上所引实例是选自股市对大事件的不合理反应的一组例子，这些大事件不可能影响公司的根本价值，或可能以与股市运作相反的一种方式来影响公司的价值。其他实例没有这么清晰。这里引用的一个经典例子是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年 9 月 11 日恐怖分子袭击美国所引起的反应。恐怖分子不仅通过袭击五角大楼打击了美国政府的心脏，而且实际上他们同时还通过撞毁世贸中心的双子塔摧毁了纽约的部分金融中心地带。这将会给那些工作在世界上最大的金融市场里的人造成更大的创伤，这种情形令人难以想像。再者，袭击毁掉了支撑这个股市运作的最主要的基础结构。这就是为什么纽约证券交易所不得不关闭 6 天，以确保所有的设施运转正常才再度开市。我们看到，开市的铃声一响，股价就开始垂直下落，当日股市结束时下跌超过了 7%。全球的股市受到了华尔街股价下跌的影响，但从逻辑上说，这一点较难理解，因为它们根本就没有受到任何在纽约所看到的损失。

这一巨幅下跌后，迅速展开了反弹，这表明大量的抛盘压力来自于悲观情绪，但也是看空情绪作用的最终结果，这种看空情绪在袭击之前就开始形成了，更准确地说，是与周期性恐慌有关。在这个例子中，是即将结束的互联网经济疯狂的循环。股票估值的非理性上涨以及恐怖袭击的创痛，这种日益增长的双重不安情绪不能轻易地被斥之为不合逻辑，但是我们有信心说，它导致了更大的动荡。具有讽刺意味的是，我们也可以认为，用对高科技股票高估的考虑给这种反应（恐怖主义的影响）注入更加非理性的因素实际上放慢了熊市下跌的速度。这是因为，随着对恐怖袭击的过度反应变得清楚明了，本来可能已经决定抛出股票的投资者返回了股市并重仓买进。对恐怖袭击的反应持续时间如此短暂的事实可能说明投资者已开始从历史中吸取经验了。然而对从历史中吸取经验的过分乐观应该引起注意，因为我们不能忽视这样的事实，即对股价的大跌与股价的迅速回升存在着过度的反应。

在一项著名的研究中，戴维·卡特勒(David Cutler)、詹姆斯·珀特巴(James Poterba)和劳伦斯·萨莫斯(Lawrence Summers)（美国最理智的财政部长之一，哈佛校长）研究了 1941～1987 年间对美国股市产生影响的非经济类大事件。他们发现，在其研究的 49 次危机的影响中，在危机爆发的消息传出的当天对标准普尔 500 指数平均产生 1.46%的波动。相比而言，这个时期每日平均的波动为 0.56%。[1]

这里有一个难点，即如何识别一条消息是恐慌的实际原因还是与恐慌巧合。例如，在这项研究中，他们注意到，1974 年 11 月 18 日，由于宣布失业率的增高、推迟批准新煤炭合同以及害怕新的中东战争的爆发，因此，华尔街股价跌幅达到 3.67%。最后一个恐惧明显是错位了，其他的情况则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属实；然而是否所有因素抑或是其中一个因素是这次股价的剧烈向下波动的真正原因(研究时期内的 34 次最大跌幅)，还有待讨论。

几位研究者认为非经济类大事件不会对股市产生大起大落的影响，肯定不会像多数媒体报道中可能宣传的那么大。无论如何，股市的大起大落是短暂的，对股价的冲击是暂时的。然而即使冲击只是暂时的，但还是有理由要弄清楚究竟为什么在人们有了假恐慌的经历后，这种情况还会发生。

控制股价的人永远渴望新消息。在学术界，关于使行情波动的消息种类以及关于是消息的缺乏还是相互矛盾的消息的过剩在决定股价中起重要作用，争论颇多。想要避免卷入辩论的诱惑很容易，因为那些看上去以经验为基础的论据根本经不住推敲。尽管如此，有一点还是清楚的，即对于新的消息，不管它与股票的内在价值相关与否，其对股价波动的影响是确实存在的。

我在伦敦的一家星期日报纸的商业组织工作的时候首次对这一点有了清楚的认识。我总是从搞对外关系的人和其他人那里不断地得到有趣的消息，这些人非常愿意让这些消息在星期日而不愿意在其他时间出版。这样做的原因是，他们知道，当星期一股市开盘时，那些做市庄家就会拼命寻找某种消息来刺激交易。我们得到的消息大多是不足信的，但是它们一经传出，在没有其他消息流传的情况下，就非常有可能一时间影响股价。股价的波动非常有可能是短暂的，但这不是重要的问题。重要的是股价的波动出现了，只要这种情况发生，有人就能赚钱。

做市庄家的工作就是交易股票。选择无所作为几乎是行不通的。然而行动需要理由的促使才能实施，而新消息总是好的理由。因此，股价可以由与股票价值没有真正关联的大事件消息所左右，这个事实毫不稀奇。股市与股民渴望赌博，当事态平静时，他们会焦躁不安，因此他们会以各种借口进行操作。

所有经验都说明了这样一个简单的事实，即由与股票的根本价值毫无关系的大事件所引起的恐慌很快就会结束。你可能会希望它们一开始就不出现，因为投资者只要对这些无关的消息置之不理就可以了，但这不是股市的运作方式。非经济类大事件惟一确实的结果是创造投资股票的良好机会，因为由此类消息导致的任何行情几乎可以肯定在不远的将来会逆转。也就是说，假恐慌是最大的“买入”信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自发性恐慌或周期末恐慌

从某种意义上讲,所有的股市恐慌均是自发性恐慌,因为这些恐慌以自身为根基,然后便长久存在,一直持续到出现正确的判断为止。这里把自发性恐慌与周期末恐慌归为一类,是因为这两种恐慌最有可能起源于行情到达周期末时行情的自身运作。这不同于反映股市的外部情况所引起的恐慌。换言之,是紧随对行情的过分狂热之后的过分悲观引起了恐慌。狂热大有可能是缘于一家企业或为了具有长期价值的看法,这样的事实影响甚微,因为股市对它的成功所压的筹码太多了,对它的下跌也给予了同样的狂热,结果毁掉了它的有用性。不过,这种想法或产品成功地抵抗住了市场的过度反应。因此,我们可以肯定地说,互联网繁荣的结束并不意味着因特网的结束。相反,因特网的使用将加速,但是许多被认为会从这种增长中获益的公司早已消失或在不久的将来消失。一些公司应该消失,而其他的公司,以理性的观点看,成为了极端行情的不幸牺牲品。周期末恐慌是残忍的,经常用坏的东西替代一些好的东西。由于泡沫破裂引起行情暴跌,它们的影响往往是参差不齐的。

在股市分析的背景下,"泡沫"这个词带有一点贬义的味道,含有不理智和盲目冒进的意思。然而在大多数的情形中,对于一定级别的各种投资,狂热的产生一直存在着理性基础。

也许过分狂热最著名的例子是来自于股市的前期,但直接与当下人们愿意称其为农产品市场的交易有关。著名的泡沫发生于荷兰郁金香狂热时期,这个时期从 1634 年延续到 1637 年。然而将这种狂热看成是期货市场狂热的早期形式也许更加准确,因为真正推动郁金香价格上涨的是对郁金香开始开花之前的单球茎进行的投机。一旦郁金香开了花,也会出现现款现货交易,但是由花的交易引起的价格上涨较少,而由球茎交易引起的却较多。在郁金香交易最热的时候,按现价估算,单球茎最终交易总额超过 5 万美元。

郁金香狂热事件被广泛引用为失去自我控制的非理性市场的首选例子。然而,比德·加博尔(Peter Garber)给出了一个很有说服力的例证,表明市场的根本原则证明郁金香行情的迅速上涨是正确的,但这些原则被市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场玩家给歪曲了。[2] 郁金香市场的理性成分寓于供求法则之中。少而美的郁金香大受欢迎，供应紧缺。因此，尽量保证购买郁金香未开花之前的某种类的球茎是有道理的，因为一旦它们开花，它们肯定有市场。然而这种投机不久就自行结束了，因为期货合同经过了大量的换手，而利润的赚取是通过买卖合同而不是通过拥有合同所代表的潜在资产。如果是这样，那就等于买进了郁金香。这种狂热在 1637 年 2 月的戛然而止毫不令人惊奇。如同所有的泡沫一样，这个泡沫恶作剧还没等泡沫破裂就退出了市场。

同样著名或者说是同样臭名昭著的是 1720 年 10 月破灭的南海泡沫(The South Sea Bubble)。在人们的记忆中这基本是一大骗局，但是拉里·尼尔(Larry Neal)却认为这样看就歪曲了这件事。他把这件事视为“不只是一个有关人类一贯愚蠢行为的故事，而更多的是一个有关金融市场在调整一系列发明时遇到困难的轶事。”[3]

南海公司是由乔治·凯斯韦尔(George Caswall)与约翰·布拉恩特(John Blunt)在伦敦建立的，他们二位均是具有金融市场各方面经验的前股票经纪人。他们向英国政府提交了一份计划，计划内容是将 947 万英镑的短期战争债务转为股票，由一个新的合股公司提供资金来支付本息。作为回报，公司从获得与西班牙帝国的贸易垄断权中获利，同时令人非常惊讶的是，政府将长期向公司每年支付576 534英镑。这一安排的条款乍一看似乎对新公司极其有利，对那些匆忙认购南海股票的投资者来说看上去一定也是这样。在公司股票发行后的短短 6 个月内，股价几乎上涨了 10 倍。



如果真有一种确实有效的致富方法，这就是那种方法。正如厄莱子爵(Viscount Erleigh)在他当时的报道中所评论的那样：“政治家忘记了政治、律师忘记了法庭、商人忘记了商店、守信的借贷人忘记了他们的债主、神父忘记了牧师，甚至女人们也忘记了自己的傲慢与虚荣！”这种疯狂很快风靡开来，无论在英国还是在欧洲大陆，一大批公司涌现出来，吸引了以各种可疑计划为基础的基金，例如，有一个计划说要制造防海盗船。这种计划的其他例子可以通过研究一系列被认为是“公害”的公司来得到，这些公司于 1720 年 6 月被取缔。在这些公司中有允诺从铅中提取银的，有致力于改进制造肥皂工艺的，以及将汞(水银)变为可锻铸优质金属的计划。

可疑公司的沉浮可能更加适合归于下一节要讨论的传染性恐慌这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类。然而如前所述，这些种类并不互相排斥。每一种恐慌的深处都潜藏着其他种类的成分。当然，泡沫是传染性的，而泡沫区别于自发性恐慌的根本是泡沫扎根于股市结构的每一处。

这并不是说结构根本不健康，因而非常容易受反复无常的行为所影响。也不能说泡沫不能够从一派完全理性的经济形势中冒出。就南海泡沫而言，情况就是如此，南海公司提出的想法对投资者有吸引力，并且对英国政府来说也具有吸引力，英国政府当时正面临着由西班牙王位继承权战争(The War of Spanish Succession)(1702～1713)的费用而引起的债务剧增的困境。政府有充分的理由赞成一个将债务转为股票的计划，这样，900多万英镑就可以从政府借贷中一笔勾销了。这个计划看上去可行，因为在乔治·凯斯韦尔与约翰·布拉恩特提出这个计划的12年前，有过一个涉及新东印度公司(New East India Company)注销政府债务的成功计划。问题不在计划而在于新公司的经理们使用这些基金的目的，这些基金流入了他们的金库。最终，南海公司不得不靠英格兰银行来解救，但不是在投资者损失大量资金之前，而是之后。现在对这件事感兴趣的目的就是要提供一个例子，一个符合逻辑的计划吸引热情的投资者支持的例子。这又反过来导致了股价的令人眩晕的上涨。当投资者在南海公司的经理们维持股价的能力上投机时，随着他们能力的耗尽，这个计划最终在疯狂的投机中丧失了目标。当这家公司垮掉时，在其创造的泡沫中所孵化的可疑计划也随之迅速土崩瓦解了。

综观股史，我们不断地遇到这种现象的变异形式。19世纪40年代炒铁路股的狂热，20世纪20年代由新发明如电视、有声电影和彩色胶卷所推动的繁荣，这些最终证明是经济基础的发明，同时也成为了股市过热而导致暴跌的原因。20世纪20年代最热门的两只股票是通用汽车和美国无线电公司(Radio Corporation of America，简称RCA)。两只股票在1929年的灾难中均出现暴跌，美国无线电公司一度损失了98%的市值。然而两只股票度过了漫长的由1929年的衰退引起的萧条期，而在它们逐渐被视为乏味的老股票并退出时髦投资的主流时，其表现可以说还是不错的。

当我们把视线逐渐移向20世纪末时，伴随着互联网狂热和因特网狂热的终结，我们目睹了另一次经典的繁荣和衰退。就是这次繁荣促使了在任何一个十年均可见到的最大、持续时间最长的行情上涨，这几乎使得道—琼斯指数从1990年的2 000多点升至20世纪90年代末的12 000点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数上涨出现在10年中的后5年，在这一段时间里，个别公司的财富远远超过了道一琼斯工业平均指数的整体上涨。例如，微软公司(Microsoft Corporation)的股票在后5年上涨了10倍。戴尔计算机公司(Dell Computer Corporation)的股价涨幅更大，以93的系数成倍上涨。英特尔公司(Intel Corporation)同微软一样，被认为垄断着高科技市场最主要的部分，其股票在同一时期上涨了1 900%。相对小的公司，由于实际交易少得多，涨幅更大。

这些公司之所以会这样，是因为这是一个对普通词语如收益避而不谈而只谈“概念”的时代。未来的公司被称做具有良好的概念，会创造出真正可观的利润。美林证券的亨利·布洛吉特(Henry Blodget)是20世纪90年代后期华尔街最走红的星级分析师之一，当时他赞同投资因特网的领头羊公司如雅虎公司：“过于保守地预测未来的业绩是个错误。”他说。雅虎当时的交易利润是2000年预期利润的500倍。“真正的‘风险’不是输钱……是错过股指的大涨。”[4] 布洛吉特成了一项所谓误导投资者调查的中心人物，这一点将在后面讨论。

当公司明白这些利润实际上无论在什么时候都不会到来时，它们不久就找到了包装实际创造的微薄利润的新办法。因此当公司出报表时，它们不再详细公布它们税前和税后利润而是提供一个被称为EBITDA的东西，一个首字母缩略词，代表利息、税、折旧和用以分期偿还的款项前的收益(earnings before interest, tax, depreciation and amortisation)。这非常有用，因为这些所谓的“新经济公司”通常具有很高的举债经营水平，其债务大大超出账本底线。因此，通过不把利息支付算在内，利润率看上去就显得较高了。更加巧妙的是计划不把用以分期付款的款项算在内，这样这些公司就能够注销互联网疯狂期间所有的错误投资了。

尽管当时浓重的幻想笼罩着股市，掩盖了真正的公司业绩，但是却有理由可以投资新经济。很明显，在20世纪90年代，犹如铁路在19世纪发展的一样，以电脑为基础的技术也正在发展，并且正如18世纪一样政府总有寻找办法为它们的债务筹措资金的理由。

随着盈利预期通过远远超出盛行于世界股市交易定价水准的高科技繁荣的实现，历史的确又一次演绎了自身的重复。在20世纪90年代的后半期，当高科技公司收益的增长远远超出所有其他产业时，预期就上升得更高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场不可避免地会意识到，高科技股票的股价以及所有其他紧随互联网繁荣的公司的股价均会向下大幅度地调整。这在"9·11"袭击前就早已得到了充分的酝酿，但是正如我们看到的，这件袭击事件不仅在短期内加重了向下的压力，而且可能在较长一段时间内放慢对股价更加严格的评估。

每一次循环总有完结。窍门就是知道大概何时结束。一帮富有奉献精神的分析师，即人们熟悉的图表制作和研究者认为，行情的走势大致可以通过研究个股的价格和量表，以及研究整个行情图表以决定何时买进抛出来确定。简言之，图表制作和研究者认为，所有行情趋势均可根据过去的股市走势来预测。他们认为，可以忽略股市中行情走势的动因；换言之，他们对行情的走势是否是心理的结果还是像利率这样的基本问题并不感兴趣，他们所感兴趣的是过去历史的模式。有些人认为这是能够接触行情精确走势最科学的方法，但是几乎没有人认真地讨论过图表上的触发价格水平是一种绝对的指导形式。它充其量可能是一种识别趋势的好方法。

投资者在确定何时一个循环就要结束并采取适当行动时，的确只能运用常识来判断。假如他们在牛市循环正在进行时已经赚了不少钱，他们就会认为获利了结的时候到了，尽管行情仍然在上涨。为此，他们需要足够的意志力不去考虑若留在股市中，等到行情涨到顶就能够赚更多的钱的可能性。

有一件事确定无疑，即行情中高水准上涨总会迎来高水准下跌。人人明白这一点，然而每次行情翻转下跌开始，大批的投资者却盯着下跌的行情，像兔子被汽车的前照灯锁定一样，不知道它们为什么不移动。

传染性恐慌

按定义而论，几乎所有的股市恐慌均是传染性的。各类恐慌基本上都是传染的结果，这就是讨论传染性恐慌的目的；换言之，发生在股市或股市某部分中的恐慌是传染的直接结果，而不是与某次单一行情有关的内在原因或单一行情成分所导致的结果。传染性恐慌在各股市中传播，于是利好消息消失得一干二净，利空横行于市。

多数大的股市恐慌都包含有传染的成分，这种传染成分是恐慌确立与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传播快慢的原因。历史上的两次最大的股市恐慌即1929年和1987年的恐慌就是如此,这两次大恐慌像野火一样蔓延,影响到了全球的股市。

尽管1987年的恐慌通常被看做基本上是在美国传播的恐慌,然后扩散到世界各地,但是有一种很重要的见解,这个见解认为这次恐慌的传染源是日本,后来传到了美国。多数观察家认为这个因素几乎不重要,但著名的对冲基金经理人乔治·索罗斯(George Soros)不这样认为。他指出,日本债券市场的崩溃导致了1987年10月日本股市的小幅反弹,因为投资者从债券市场转移到了股市以弥补他们的损失。这进一步加大了债券价格与股票价格之间的差距。此外,有大量的资金从纽约的股市流出,从而对美国股票的价格形成进一步压力。

虽然其他股市进入毫无抵抗的下降通道,但日本的股市只下跌了一天,仅跌到了日本法律允许的一天下跌的水平。次日,东京股市开始回升,这主要是由于政府对大公司施压,敦促它们买进。索罗斯在1987年的撰文中总结说,暴跌标志着"经济和金融的势力从美国转到了日本"。[5] 索罗斯可能一直是这样认为的,他撰文时,日本的繁荣正如火如荼,但是随后发生的大事件表明,日本统治世界经济如同当下流行的美国将永远统治世界的看法一样,只是个幻想。尽管如此,索罗斯对日本发生的大事件如何对美国以及后来对世界各地的直接影响所阐述的看法给1987年危机的传染影响提供了一个有趣的视角。这既有趣又特别,因为在当今世界上通常是美国股市为其他股市设定日程,是华尔街的大事件引起海外的一系列传染。的确,毫不夸张地说,世界其他地区的股市大部分时间都是跟随华尔街的。

图2—1说明了1990～2002年期间欧洲两大主要股市——英国股市和德国股市—— 一直在紧跟华尔街的走势。最为明显的是,当曲线到达2001年并记录了华尔街在"9·11事件"之后剧烈的下跌之时,欧洲股市与其如出一辙。

然而,前述的亚洲和美国股市之间的密切关系被日本历时10年之久的股市萧条和1997年的亚洲金融危机的爆发中断了。这使得中国香港股市变得更加动荡,尽管偶尔压力巨大,如"9·11事件",但是中国香港仍然还是不折不扣地受到了华尔街大事件的影响。2001年,尽管日本的股市的确与世界其他股市一起下跌,但它由于受到的影响太大,因此几乎没有像样的反应。然而,总的来讲,当其他股市开始回升时,日本股市却仍然躺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

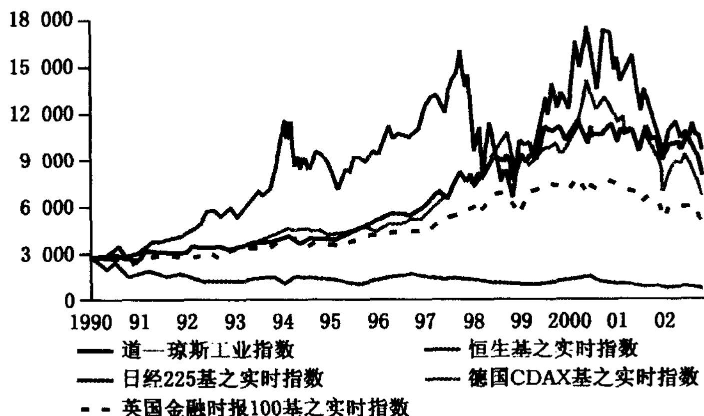


图 2—1 华尔街与世界其他股市比较

在那里一动不动。这个问题将在第七章中加以讨论，其时我们探讨股市与股市之间的联动效应如何演变的长期比较以及这种比较对组合投资多元化的含义。在这里将其提出的目的是想强调，传染是源自华尔街。

这就是华尔街的力量，它几乎总是引领全球股市的走势。然而也曾经有过例外的时候，但常常只是暂时的。1998 年，在亚洲金融危机处于深重之时，中国香港的恒生指数出现了剧跌，引发了道指的向下走势，从而中断了道指的向上攀升，不过，这种情况非常少见。港币紧紧盯住美元，因此通常对华尔街的走势特别敏感。所以发生在 1998 年的这种情况是极不寻常的。

尽管华尔街的好消息可以抬升世界股价，但是其他股市的好消息却很少在纽约的股价中得到反映并使之骤然上升。即使就是像伦敦这样的大交易所，在它们受到突发消息的影响时，也不会影响华尔街。相反的情况更有可能是：海外真正坏的消息能够引起华尔街的小幅波动，但仅仅只是小幅波动。相反，华尔街的恐慌几乎肯定会很快反映于其他股市中，即使那些股市的基本面比华尔街股市优良得多。2001 年 9 月的恐慌就清楚地说明了这一点，因为欧洲股市不像华尔街股市那样被高估，预计的企业利润维持在良好的水平。然而，欧洲的股市仍然随美国股市下跌，并且以差不多同样的速度回升。

股市与股市之间往往会产生联动效应的原因是众所周知并被置于全球化的标题下讨论的。股市资金变得越来越国际化，因此，资金的配置常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常包括从一个股市抽出资金放入另一个股市。不仅在技术上比较容易将资金从一个股市转移到另一个股市，而且容易了解到海外股市的信息，这样，无论资金转移发生在哪里，都可以较为容易地对它们的动向做出反应。然而我们不应该就此忘乎所以，因为自股市诞生之日起，交叉传染差不多一直就是它们的特点。例如，欧洲在 1846 年发生的土豆病害和小麦歉收导致了 1848 年的股市暴跌，并很快影响到了全欧洲的股市，继而扩散到了美国，在美国，对铁路股的投机大有失控的趋势。当 1856 年克里米亚战争(The Crimean War)结束时，同样引起了欧洲范围的股市恐慌，导火索又是铁路股的全线崩溃。1890 年，由于南美洲主要是阿根廷投机活动的溃退，伦敦股市爆发了恐慌。

在整个 20 世纪 50 年代和 60 年代，随着货币市场的剧跌，股市一个接一个地跌了下去，而在 20 世纪 70 年代中期，就在欧佩克操纵的油价骤升以及布雷顿森林(The Bretton Woods)货币体系①解体之后，各股市几乎一起大跳水。它们担心股价的进一步下跌，并彼此加重这种担心，同时也担心正在上涨的油价对经济增长产生影响。

再者，值得强调的是，这些股市恐慌并不是主要由传染单独引起，而是由此股市对彼股市的反映结果而引起。现在人们将全球化如何对所有的经济发展都有一些影响作为日常议论的话题。这种议论的真正含义是，富裕国家和大型企业在决定那些落后国家与小型企业的命运时所承担的责任越来越大。事实上，的确如此，但是为了我们现在的目的，在股市的背景下需要谨慎，因为要描绘坐在纽约或伦敦的一小撮操纵世界股市的基金经理人是不现实的。这种观点最著名的拥护者是马来西亚前首相谟诃西尔·穆罕默德(Mahathir Mohamad)，他谴责发生在 20 世纪 90 年代的亚洲金融危机是西方幕后黑手所为。“这样的阴谋大概前所未有，”1997 年他在世界银行年会上说，“但很明显至少有几个基金经理人和几家媒体有自己的工作日程，他们决心继续他们的工作日程。”[6] 具有讽刺意味的是，

① 在第二次世界大战结束前，美国与英国等 44 国同盟国代表于 1944 年 7 月在美国新罕布什尔州的“布雷顿森林”举行国际货币与金融会议，达成了以怀特计划为基础的《国际货币基金组织协定》和《国际复兴开发银行协定》，总称《布雷顿森林协定》(*Bretton Woods Agreement*)，确立了布雷顿森林体系。根据协定，国际货币基金组织(International Monetary Fund，简称 IMF)是布雷顿森林体系赖以维持的基本运行机构。事实上，这个全球货币体制是凯恩斯(Keynes)经济思想的产物。这个体系一直维持到 20 世纪 70 年代初，然后解体。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在研究亚洲金融危机期间的马来西亚股市时发现，因引起危机而广受指责的国外对冲基金在危机开始之前几乎没有改变它们的投资组合，因此对资金外流的影响是中性的。[7]再者，世界银行认为亚洲地区充当着主要角色，即在亚洲金融危机期间，本地资金外流在促使亚洲货币贬值和亚洲市场崩盘中所起的作用要远远大于国外金融炒家的所作所为。[8]

同样的结论对 1994～1995 年间的墨西哥危机也适用，这场危机与亚洲危机一样，受到广泛指责的也是外国资金的流出。然而国际货币基金组织的一项研究发现，最大的外流资金来自墨西哥本土。[9]

亚洲和墨西哥的危机经历说明，确实不能那么简简单单地认为全球化是万恶之源，是一切传染之源，尤其在对恐慌往往更加敏感的新兴股市中。情况之所以是这样有其现实的原因。多数基金经理人事实上是不能够将资金轻松地跨洲移来移去的，哪怕一点都不行，因为控制他们的特许状往往会在地域方面限制他们的权力。其次，多数最大的基金仍然集中在最大的股市中。较小的股市缺乏流动资金和后备资金，因此不能满足大机构基金经理人的要求。这就是为什么传染在小的地区范围内比在世界范围内更加流行的原因，因为大的机构炒家往往是在有明确范围的地区而不是在全球范围内移动资金。然而对从小股市向大股市移动资金的限制却相对少得多，这就是为什么当其他股市出现问题的时候华尔街却显示出强劲态势的原因。美国股市似乎已变为安全的天堂；不管怎样，人们就是这样经常理解美国股市的。

这就使得传染只在小的地区范围内造成损失。从这个意义上讲，亚洲金融危机是这种现象的一个经典例子。当泰国政府决定在 1997 年 2 月将其货币贬值时，它就安排好了一次横扫东南亚地区的让人摸不着头脑的大崩溃。在崩溃的股市中，有新加坡和中国香港的股市，这些股市本来比泰国本国以及印度尼西亚和马来西亚等地区的股市要健康得多。大崩溃之前，所有这些股市一直以极快的速度上涨，价格水平已处于难以维持的高位。尽管如此，也毫无客观理由证明所有这些股市伴随着亚洲金融危机在 1998 年达到高峰而以如此大的动能崩溃。

亚洲股市所遭受到的命运并非前所未有。就在三年前，前拉美股市由于墨西哥的危机而横遭多米诺崩溃，这使得投资者认为所有南美的股市都很脆弱，这一看法变成了自我实现的预言。

我们真正在讨论的是坏邻居的影响。如果你在坏邻居的周围建一座

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

漂亮的房子，这没有什么不好；但它的价值仍然会受到这个地区流行价格的压制。同样的道理也适用好邻居和处于被认为是投资火热地区的股市。这就是为什么在20世纪80年代后期和90年代初期那个投机性的年代里在亚洲上市交易的股票，无论质量好坏，交易都非常成功的原因。当这些股票失去了光环，利空就彻底代替了利好。

有时候传染的发生是以产业为基础而不是以地理为基础的。例如，一家银行的倒闭会很快影响到其他银行股，而不论其基本面好坏。尽管事实上一家银行的倒闭对其他银行是好消息，因为它们可以得到这家银行的客户，但这并不会抵消由于这家银行倒闭而产生的负面影响。产业范围和行业范围的传染不总是符合逻辑的，但几乎总是夸大的。因此，投资者在劫机和撞毁飞机的“9·11事件”以后标低了旅游业股票的价格，他们的反应说明了一个符合逻辑的看法，即这一袭击事件之后，人们不大可能乘飞机旅游了。然而这次袭击的主要后果是推动了航空业的重组，最终出现了更大的航空公司。聪明而冷静的投资者会找到最有可能生存下来的公司，在最低价买进它们的股票。

冷静的投资者在面临地区性下跌时会完全遵循相同的策略，也许会集中购买那些最有可能从大量竞争者被挤出竞争行列时的大清洗中脱颖而出的蓝筹股。

真正的恐慌

那个让人听腻了的有关偏执狂的笑话大概是这样说的：“仅仅是你性格偏执这一点并不意味着大家都对你有意见。”这一思路可应用于真正的恐慌——仅仅是别人恐慌这一点并不意味着你没理由恐慌。真正的恐慌是基于对经济增长并从而对公司利润率的真正担心。假定基本面已经变坏，利润真的要下滑，那么投资者就有充分的理由退出股市。在这里再次强调，说明真正恐慌与其他种类的恐慌的关系是值得的，因为实际上在所有的恐慌中都有理智的成分。例如，股市泡沫的破灭为退出股市提供了一个非常好的客观理由，但不要忘记在价格足够低的时候再回到股市。在多数恐慌背后都潜藏着对股票价格担忧的客观原因，即使恐慌本身已使这些原因产生。然而多数恐慌不是基于对公司业绩的最根本的担忧，因此要是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些担忧没有显现出来，投资者就应认真地对待它们了。

有趣的是，根本状况的变化程度没有对股市造成影响。例如，伴随1923～1924年衰退的是华尔街股票的小幅上涨。1920～1921年间的衰退只引起了小幅的下跌，而1927年的轻微衰退对阻止股市的上涨根本就没有丝毫的作用。当我们研究近年的情况时，我们发现同样的模式一再重复。1960年的衰退几乎对华尔街没有任何影响。1981～1982年间的衰退只导致了轻微的下跌。另一方面，1973年末开始并在1975年初结束的大衰退发生在世界股市下跌60%～75%之间的中期。

英国股市的下跌尤其剧烈，1972年5月～1973年12月间，英国股市经历了最为低迷的熊市。在这一期间，股价下跌了73%，但是如同世界上其他股市一样，英国股市缓慢下滑并且未出现恐慌。这特别有趣，因为从一个层面上看，它表明股票市场反映了经济的状况，从另一个层面上看，英国股市这样的走势能够避免那种本来会让股市自由下落的极端反应。

与经济衰退的开始完全联系在一起的恐慌当然是1929年的那一次。有人认为股市本身的崩溃引发了衰退。这种看法有一定的道理，因为由于暴跌而引起的财富大量缩水很快就会对消费产生影响，从而加大了萧条的周期。(这一点将在第八章中详加探讨。)然而，这不可能是事情的全部。它肯定不是那些坚持认为暴跌只是经济状况恶化的反映的人所相信的故事。假定这一论调定要得到证明，它的提出者就需要解释为什么行情没有早一点下跌。行情是在10月崩溃的，但在此之前的整个夏天，工业产值一直在下降，其他经济状况明显地显示出恶化的迹象。

这种状况的恶化正是暴跌之前的投机性特点所致。急需投资生产和服务业发展的资金不断地涌入了股市，从而切断了确保“真正经济”发展的生命线。

当然，行情暴跌时，它对真正经济的影响更大，因为信贷的供应突然冻结了。公司被迫偿还贷款，再也无法筹集资金进行生产了。不难理解的是，像股市崩溃这样给人造成创痛的事件肯定会在较大的范围内对经济造成影响，但这不能回答鸡与蛋的问题。历史表明，在普通股票中，股市不是真正的经济状况的最好反映；如果有反映，股市对经济状况变化的反映也是落后的。在第四章和第八章中，会对股市反映真正经济状态的程度进行讨论。对于我们现在讨论的目的，我们只要注意这一点就足够了，那就是，在最突出、最漫长的股市暴跌即1929年的暴跌中，股价的崩溃是伴随着具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有充分根据的基本理由的。这不仅使股价用了25年才恢复到下跌之前的水平，而且暴跌也反映了20世纪最极度的衰退。我们看到，尽管股市在大部分时间里是低迷的，但是这不能阻止投资者在即使是持续衰退时期仍然能够赚钱的情形出现。

虽然1929年的暴跌与20世纪时间最长的衰退期巧合，但2001年的暴跌标志着20世纪经济增长时间最长时期的终结。然而我们知道，暴跌是由“9・11”恐怖袭击所引起，不是由对经济的信心突然丧失而促发。相反，假使要出现信心丧失的情况，客观地讲，它应该发生得更早。由美国国家经济研究署的一部分最著名的经济学家研究出的一份报告总结认为，20世纪90年代的繁荣的终结在2001年3月出现，差不多6个月后股市出现了跳水。到了3月份，美国的就业率达到了顶峰，自从2000年9月以来工业产值一直在下降，从2001年初开始，零售进入下降通道，所有其他迹象都在表明繁荣已结束。然而在“9・11事件”之前的一段时间内，道指的确没有反映这种下降变化，交易(尽管有波动)在10 000点和11 000点的区间内进行。纳斯达克(Nasdaq)高科技指数下跌更大，但是由于对经济下滑的普遍恐惧，这种下跌相对来说是不大的，它更多的是与互联网泡沫的破灭有关。正是华尔街在2001年9月跳水后的迅速回升清楚地表明，尽管有可怕衰退和利润率下降的警告，投资者还不相信经济已出了问题；那些恐惧后来才出现。因此似乎有理由得出结论，即2001年的恐慌即使有真正的理由不去考虑衰退，而至少要考虑经济增长水平的严重放缓，但把这种恐慌说成是真恐慌，还不如说是假恐慌。但这并不表示，仍旧处于后2001年时期的泡沫型环境不会产生另一次恐慌。

从这次恐慌和其他恐慌来看，很难找到一个可能被称为真正恐慌的例子。当然，要在衰退与股市恐慌之间找到相关性是不可能的。历史上股市最大的单日下跌，即1987年10月那一次，是发生在经济增长的那一段时期。再者，有非常有力的论据证明，在10月暴跌的那段时间里，股票价格并不很高。这是用诺贝尔奖金获得者詹姆斯・托宾(James Tobin)所设计的方法得出的论据，詹姆斯・托宾设计了判断股票价值最有用的比率，这就是著名的“Q”比率。使用这个比率，公司的股市资本就与公司的固定和其他资产的替代费用形成了对比。在暴跌之前，股票价格非常稳定地朝这个比率的平均趋势线运行。换言之，股票价格的价值是建立在价格与它们所代表的资产对比的理智基础之上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然股市可能不太能够反映潜在的经济现状，但是股市却很受发动行情的人对经济预测的影响。在杰里米·齐格尔（Jeremy Siegel）揭开投资神秘面纱的开拓性工作中，他敏锐地觉察到，就经济消息而言，“行情会对金融市场的参与者所期望的新闻和所发布的新闻之间的差异做出反应”。[10]换言之，即使这些人得到的预测出入巨大也没有关系，因为这些预测已经被分解为人们熟悉的股市情绪并反映在了股价中。在相反的信息出现时，就应该做出相应的调整。这种情况都发生在股市自身现实的巢臼中，它产生于内部并自我加强。因此，如果关于这种趋势的信息开始与早些时候的经济将走向哪里的看法产生矛盾时，那么经济的衰退与增长的影响就真的开始对股市产生影响了。在经济发展过程中，是否一直有真正的交替变化并无关系，真正有关系的是看清这种交替变化。

如果很难找到真正的证据来证明经济发展是恐慌的原因，那么想找到破坏性的非经济发展会引起恐慌的证据就更加困难了。情况就是这样，尽管事实上一些与股市大致不相关的非经济发展已经在其中做出了强烈的反应。不断变化的政治局势会在经济环境中迅速引起变化，然而已经发生的一些最大的政治动荡却没有产生股市恐慌。如果产生了恐慌（曾有一例是 1940 年法国沦陷并被纳粹德国占领之后华尔街出现了大跌），这也是特例，而不是规律。

考虑到真正恐慌的不确定性以及几乎不可能识别一次单一的恐慌只是由对公司利润率有直接影响的恐惧而引起这一事实，得出根本没有“真正的”恐慌这类现象的结论可能更加确切。更常见的是，股市悲观的真正原因触发的是股价的长期下跌，而不是突然而剧烈的下跌。既然如此，真正的（短期的）恐慌的偶然性不能够被排除，因为有许多涉及利害关系的理性种子被植入到了其他类型的恐慌中。当然，真正的恐慌很有可能在不远的将来发生。

恐慌遵循股市本身的奇异逻辑

多数恐慌反映了发生恐慌所在股市的内在逻辑，这一结论是可靠的。因此，当产生了信贷压力或出台了其他政策降低了股市参与者募集参与股市所需的资金时，行情的下跌是理性的。股市参与者对诸如代表股票面额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的货币价值的调整这类具体问题的反映同样是股市内部逻辑的一部分。股市交易的真正技巧可能才是恐慌的原因。例如，1987 年的暴跌主要是归因于电脑程序所进行的抛售，这种抛售是由当时股价上涨就买入和股价下跌就抛出的行为而触发的时髦组合保险业而引起。

这些事没有一件让那些坚持认为股市可以真实反映潜在现实的效率市场理论的支持者们有多少安心。当行情过火时，参与股市的人对股价是否反映公司的价值漠不关心。因此，他们同样没有关心收益水平的变化，根据效率市场理论，收益水平应该是股价重新估值的动因。

如果支持这个论点的人是对的并且股市被当做经济现实的最好反映，那么，股市就会成为他们所反映的经济的更加可靠的晴雨表了。但事实并非如此。

杰里米·格兰萨姆(Jeremy Grantham)是持不同经济观点的金融管理人设在波士顿的公司的合伙人，他写道："我过去常认为金融市场十有八九是高效的并正在变得高效。然而，我太无知了……如今我认为所有的资产类市场都极其低效。金融市场的效率不仅没有接近高效或正在变得高效，而是低得一塌糊涂，如果要说效率在变，也是变得一天比一天低。"[11]





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　恐慌周期

如果将本章称为“交易周期”可能也并不为过，因为恐慌的倾向往往从大范围的交易恐慌中冒出。然而即使恐慌是以周期的方式出现，也并不是所有的交易周期都会产生恐慌。这里的意图是既研究周期的本质又探讨它们的变化方式，或者它们的变化也许并不像我们想像的那么大。最后，尝试辨别周期转入恐慌并由欺诈和其他形式的可疑行为而使之加强的方式。

人们或多或少地都知道一些周期运作的方式。每每繁荣过后总是暴跌；的确，可以说暴跌和恐慌是繁荣的丑陋姐妹。即使我们迟早都会看到真正的暴跌之前并不一定有活跃的牛市，但投资者仍执意不把历史教训放在眼里。1929 年暴跌的学徒们通常熟悉耶鲁大学的欧文·费雪的著名论断，他在 20 世纪 20 年代所作的悲观预测中就已作了讨论。就在暴跌之前他写道：“股价似乎已达到了最高位。”从某种意义上说，长期来看他是对的，但短期来看他当然是非常错误的。费雪对股市了解甚少，因而没有意识到活跃的牛市过后未出现暴跌的例子根本就找不到，这令人难以置信。似乎有什么东西深深地扎根于投资者的心里，让他们相信美好的时光将继续下去。历史同时还揭示，伴随每一次行情风潮的到来，投资者天真的信念具有惊人的相似性。我们可以通过研读《长期投资铁路股之捷径与可靠指南：几条简易规则》(*A Short and Sure Guide to Permanent Investments*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

in Railways: A Few Plain Rules)中摘录的一段看到了这一问题的生动例证。该书出版于1847年,这个时候正是英国铁路股投资热的时候,但也可以像我以下的引文所阐述的那样轻松地将其描述为20世纪90年代后期的互联网现象。《成功交易人》(*A Successful Operator*)这篇文章的佚名作者写道:

> 很多人对作为投资的铁路股(因特网)持有偏见,因为他们将它们(它)看成是一种试验的新玩意儿,而不是一种成熟的体系。然而它们(它)现在一定被认为是建立起了很多代人惟一的公共交往方式。从前的各种传递(交流)正在让位于引擎与火车;在这种大范围的变化中投资的资金所提供的安全相当大,达到了最谨慎的人的要求……铁路股(互联网公司)不支付一点股息或支付很少一点,对于那些懂得失败原因的人和懂得他们有可能不得不离开股市的人可能是一种不错的投资。[1]

这些话说完后的3年里,铁路股的市值跌了大约85%,大多数铁路公司停业,并进入剩余资产的混乱清算期。19世纪中叶的铁路繁荣与20世纪末的互联网繁荣有着极大的相似性。

那些赶时髦的人(甚至那些喜欢铁路和证明互联网可持续发展的人)会清楚地想起那句格言来,即上去的一定会下来。这一法则适用于地心引力,也适用于股市,尽管不总是这样有预见性:行情即便有不下跌的客观理由也会迅速地下跌。例如,我们在前一章中提到的,有一种情况需要弄清楚,在1987年暴跌之前,股票还是有一定价值的。然而投资者对股价的迅速上扬还是感到不安,因此,在股价突然下滑时他们没有对价值是否合理给予仔细考虑。由于投资者中止了对此问题的认真考虑,因此他们匆忙出逃也就理所当然了。

恐慌的加剧与其更加不可预见性

至少在某一方面恐慌的本质已经发生了变化。在19世纪,多数股市恐慌与金融恐慌是同时出现的。尽管两者仍有密切联系,但不再有自动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联系了。20 世纪的大部分暴跌不是由金融恐慌所引起，特别是 20 世纪 90 年代日本的恐慌。股市恐慌已变得相当不可预测，因而变得更加危险，因为现时的恐慌有许多原因，相对早期来说对经济的影响更大。

评判委员会对 21 世纪的前 10 年华尔街可能发生的事件的评论仍旧出错，但是 20 世纪的教训清楚地表明在所有的暴跌之前均有某种形式的疯狂投机，尽管不一定在股票上。

1907 年 10 月的暴跌主要发生在美国，随后出现了咖啡市场上的一阵骚动和囤积联合铜公司股票计划的失败。1921 年春天，英国与美国的市场发出的信号显示，投资者对在股票市场上、农产品市场上和后来时髦的船舶投资业上产生的剧烈下跌的战后繁荣大失所望。我们知道随着 1929 年暴跌后出现的是股价的大幅上扬，但同时也出现了四年前已终止的高水准国家投机。在 20 世纪 50 年代和 60 年代早期，由于股市仍旧低迷，所以投机集中在金融市场，结果导致了全球范围的一系列暴跌，各暴跌之间至少相差一年。这一系列暴跌 1958 年始于法国，1962 年传到了加拿大，1963 年到了意大利，并在 1964 年到了英国。

总体上讲，20 世纪发生的暴跌比 19 世纪少得多，但是由于金融市场的扩张，暴跌既不那么容易预测也造成了更大的损失。

波动性

当今股市的盈利水平相对较高。其原因主要在于不断增大的股市和通货膨胀已使公司产生较高价值的方式。再者，盈利的增加是由于当下股票交易更加活跃。例如，在 1964 年一年内，换手的股票只有 14%。到了 1987 年换手的股票就达到了 84%。同时也有证据表明，单日较大的价格波动伴随着长期和短期利率相对较大的波动性。[2]

这均给人以股市波动无常的感觉，由于通讯技术的改进，这一感觉更加强烈了，结果使得那些即使对股市不特别感兴趣的人对极为频繁发生的金融危机的打击都有了更加清楚的认识。但是这种感觉并不正确。现在股市的波动率与从前股市的波动率并无二致，当今的金融危机不像 19 世纪那样频繁，尤其是 1816～1866 年期间，这一期间每十年就发生过一次危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《股票的长期性》(*Stocks for the Long Run*)一书中，杰里米·齐格尔说，华尔街最长时期的波动是出现在1922年的大萧条时期。在那一年，波动率达到65%，比1964年高出17倍，而1964年是有史以来波动率最小的一年。他的研究表明，萧条时期和行情下跌时期的波动率要比上涨时期的波动率更加突出。萧条时期的年平均波动率约23%，而上涨时期的波动率则不到16%。[3]

另一项研究认为1933年4月是华尔街波动率最大的时期，这项研究同时表明，在1935～1988年这段时间内，纽约证券交易所出现的最大波动率是在20世纪30年代。在较为近期的历史中，可与20世纪30年代萧条时期的波动率相提并论的惟一时期是20世纪70年代的中期，但即使在1974年10月，这段时期波动率最大的月份在华尔街100大波动月的列表中也只列第64位。20世纪80年代则根本没有数据记录，尽管在1987年发生了有史以来最大的暴跌。[4]

探究繁荣与萧条周期的原因

繁荣与萧条的周期整体上影响行情并对特别种类的投资有益，但是所有这些周期均有一些共同的特点。研究这些特点并搞清周期的原因是学术研究的内容。我们现在就看看这些观点。

尽管人人都知道周期，但还没人能够发明一把金钥匙来打开确定周期何时可能发生的大门。假定真的有一种预测危机和股市恐慌的技巧，那么，这种技巧就会让许多人变得非常富有。

我倾向于赞同约翰·梅纳德·吉恩斯(John Maynard Keynes)的观点，他对预测经济走向的问题避而不谈，而是集中讨论人们对推动行情的消息可能做出反应的方式。预测反应无疑不具很大的科学性，但更有可能成功，因为人的行为往往遵循模式，容易识别。投资者的行为似乎更是紧紧地固定于某一模式，就恐慌的时期而论，投资者的行为就更是可预测的了。这个问题将在第六章中详加讨论。

在有关周期形成的方式中，最受欢迎、最有说服力的论点是货币主义理论。这一理论认为，周期与围绕体系循环的货币适用性碰巧吻合。货币主义的主要倡导者米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)一直认为经济的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状况直接与货币供应的水平相联系。他在考察 20 世纪的三次大牛市时发现，三次大牛市之前均出现过货币循环量的猛增。在 1919～1929 年间，货币供应量每年增加 3.9%，而美国股市 1923～1929 年间上涨了 333%。日本股市 1983～1989 年间上涨的幅度更大，股价上涨了 387%，而货币供应量在 1980～1990 年间的 10 年中每年上涨了 9.1%。美国的牛市从 1994 年一直延续到 2000 年，股价上涨了 320%，与此同时，1980～1990 年间货币供应量每年平均上涨达 4.1%。

根据米尔顿·弗里德曼的理论，“货币的积累行为与经济行为相联系的证据大大超过这三次大牛市。每次大萧条的同时或之前均有一次金融崩溃”。[5] 那些赞同这一观点的人会专心关注货币供应的数据，并对可能的股市繁荣和萧条得出结论。当然，货币的供应并不是一种自然力量；相反，而是受制于变幻莫测的政府政策。政府往往利用不限量的货币供应作为一种控制经济活动的手段。在繁荣的时候，政府可能想方设法将货币的不限量供应压低，而在萧条的时候则完全放开。

如果货币的供应突然枯竭，危机就出现了，1929 年和 1987 年的情况便是如此。货币供应量放缓，利率就猛增。这直接影响了那些已经贷款购买股票或其他衍生工具的人，并对那些正在打算贷款炒股的人来说产生巨大的影响，从而使他们放弃贷款炒股的想法。的确，对股市价格中利率的上涨几乎总有一种自动反应，即往往利率一公布股价就下跌。相反的情况则不那么好预测。然而几乎可以肯定的是，股市参与者是认同利率和股价之间的密切联系的。

彼得·斯派罗(Peter Spiro)在更大的范围接受了这种设想，他相信影响股市中的短期波动的是利率变化，而不是其他任何因素。[6] 除了变化的利率对股市参与者有直接影响外，利率的变化还影响公司的利润，尤其是对于那些高速发展的公司，尽管它们可以采取措施减少其他固定费用，但在短期内几乎不可能将它们的贷款减少。这些变化对贷款的影响最终会进入股息支付，从这个意义上讲，股市有充分的理由来关注利率。

假定在企业资产负债表并不乐观的时候利率开始迅速上涨，那么两者相加就产生了恐慌的真正原因。这是 1940 年 5 月恐慌的情况，当时股市受到英国的敦刻尔克大撤退和害怕纳粹可能取得胜利的袭击。尽管战事发展的政治意义是头等重要的，但是政治意义只是问题的一部分，因为在这一背景下资产负债表差的公司无法抵御利率的猛涨。如果利率上涨了，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市恐慌就接踵而至，从而引发一轮下跌，到月底为止华尔街的股价减少了22.6%，这一下跌比1929年10月所看到的暴跌还要大。

对行情来说，高利率并不一定是直接的问题，的确，在牛市的最高点高利率算不了什么，但是高利率应该被当做一种警告信号。实际情况就是如此，因为利率的上涨与风险感是成正比的。假定借方认为个人和公司的状况存在风险并认为基本环境存在高风险，那么，股东理解这些问题并将它们视为股市潜在问题的一种警告反而是有道理的。

在高利率与高信贷关联的时候，情况更是如此，这种情况主要出现在过热的行情中。1929年的大暴跌，经纪商的巨量放贷(经纪商放给投资者以保证金购买股票的贷款)是其先兆。20世纪20年代早期，贷款的平均量稳定在5亿～10亿美元之间，到1926年平均量升至25亿美元，次年又涨了10亿美元。在1928年，即暴跌的前一年，这些贷款升至约60亿美元。[7]同种贷款的爆炸性增长出现在1987年的暴跌之前，并在1990年再次发生。

尽管在变化的利率与变化的股价之间可能建立起某种相关性，但预测利率的变化是不可能的，因此懂得这种关系几无用处，不能将其作为预测工具。尤其预测暴跌是毫无帮助的，因为利率最剧烈的波动往往要么在暴跌之前马上出现，要么在暴跌后马上出现，而几乎没有或根本没有时间采取防御行动。

当利率上涨的时候，利率就会使得股票的股息收益相对不吸引投资者。因此从理论上讲，利率的上涨应该引起投资者大批地从股市出逃。20世纪50年代之前，曾有一篇股市信念方面的文章，文章说股票的股息得高于债券收益，否则就没人愿意购买股票了。较高的股息率被认为应该可以弥补包含在股权中较高的风险。然而，1958年美国的长期国库券收益却比股票收益高，除了一些特例外，这种状况几乎一直没变。尽管这种观点的出现在20世纪50年代显得比较新颖，但是很快就不被人所看重，因为股票投资者对从股息中获得的收入极其不感兴趣，他们感兴趣的是股价上涨所获得的资本收入。的确，随着股价开始稳定地攀升，股价自身的上涨肯定会促使股息下调。这并不意味着公司的盈利在减少，相反，许多公司的利润变得更高，但是，由于收益体现在股价的百分比中，因此即便企业利润在增长，股息收益也会减少。在现实中，只要投资者靠股价获得合理的资本收益，收益的减少就不是造成他们恐慌的一种原因。由于投资者有此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想法，因此他们也往往会忽视股价收益率的迅速上涨，这是伴随牛市出现的另一个必然产物。

由于股价上涨以及股票所代表的企业利润上涨，因此尽管上涨的速度较慢，但公司还是有更大的兴趣投资（虽然不一定必须投资资本产品，正如我们将看到的），投资者还是更愿意借贷以便将更多的现金投入到股市中。不断增加的贷款需求导致了较高的贷款利率，继而对各种各样的固定收入投资产生影响，不过对债券的影响尤其大，与股票一样，随着股价的上涨，债券的收益在下降。这是循环走向恐慌的转折点。由于债券价格总体上反映了借贷市场的状况，因此，债券价格往往先于股价升至最高点。由于更多的资金（许多资金是由赊贷的方式提供的）进入到股票市场并促使股价升至最高点，因此，股价需要一些时间才能追上债券价格。

债券价格的主要指示信号通常是 30 年期的美国长期国库券（英国最为接近的对等产品大概是 10 年期的金边债券[①]）。尽管美国政府在 2001 年 10 月宣布，政府不会再拍卖这种债券，但在某种程度上这种证券仍然是一种基准。在 20 世纪过去的 30 年里，30 年期债券的收益率是 8%。许多市场观察人士认为，当收益跌落至 6%左右时，这肯定是股市进一步下跌的信号。不出所料，20 世纪 90 年代的牛市结束时，30 年期的长期国库券的收益率开始剧烈下跌。2000 年一整年，30 年期长期国库券的收益率跌至 5%。就在“9・11 事件”之前，它进一步跳水，跌至 4.5%左右。

债券收益同其他金融工具一样，本身不是危机的原因，但反映政府决策的变化、市场需求和市场的悲观情绪，所有这些都促使了恐慌的产生。这就是为什么金融政策的制定者在设定利率和控制金融供应方面已更多地成为了干预主义者。在 20 世纪 90 年代的整个繁荣期以及繁荣过后，世界股市的交易要么定期地由于政府预期而中断，要么会定期为了理解美联储主席艾伦・格林斯潘（Alan Greenspan）字斟句酌的讲话而中断。格林斯潘用非常精辟的风格告诉世界他对经济状态和市场状况的看法，并对经济和股市的走向进行了谨慎的预测。然后就是股市真正等待的东西；联邦政府决定利率是涨还是跌的消息。在 20 世纪 90 年代的泡沫破灭之时，格林斯潘在 2001 年就其尽最大的努力通过不断地宣布将借贷利率下调到最

① 即 gilt，英国国库券。因当时发行的英国政府公债带有金黄边，故被称为“金边债券”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初的水平来阻止恐慌。

格林斯潘的讲话直截了当，极其清晰，这提升了他的地位，使他具有了专家的权威。然而，他这个人最不愿意暗示，联邦储备委员会对利率的调整是股价波动的主要原因，即使一些人不顾历史上曾经有过数次利率大调整几乎对股市没有任何冲击的事实仍旧开始认为情况就是如此。另一方面，任何人都不能否认，不断地调整对股市是有积极影响的。

周期各阶段

总体上讲，恐慌并不是由投资者对利率波动的长期而认真的研究和投资者判断利率波动对企业独立发展的影响而引起的。正如我们看到的，恐慌更有可能是由股市本身运作的方式而引起的。大致上说，当行情涨幅过大而达到了难以维持的高位后又跌到最低点时，恐慌就出现了。查尔斯·金德尔伯格在他的《狂热、恐慌与暴跌》[8]一书中提供了一个追踪导致恐慌各阶段的有用模型。他的模型是建立在金融理论家海门·明斯基(Hyman Minsky)的模型基础之上的。明斯基特别强调了由于购买意在倒卖的投机资产而引起的巨额债务的后果。换言之，由于股市投机而出现的高借贷。他把这看做是标志恐慌开始之前的倒数第二个阶段。

下面概括的恐慌各阶段是基于明斯基和金德尔伯格的研究，略作了修改。

第 1 阶段

为至少一个经济行业创造重要机会的体系出现了令人震惊的事，是循环的肇始。这件令人震惊的事可以是诸如战争或一些如铁路的开发和近年来互联网的蓬勃发展等与经济发展有密切关系的大事。

第 2 阶段

这一阶段始于繁荣，然后受扩大货币供应的银行信贷增加的刺激（这是弗里德曼看问题的关键点）。

第 3 阶段

由于手头有了更多的现金，因此出现了过分乐观的情绪，导致了亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当·斯密(Adam Smith)所称的“过度交易”。这一词语能够包含很多意思,如对股价预期上涨的过分投机,或是由以差价购买投机资产而引起的过度举债经营。

第4阶段

参与交易者获得巨额利润的消息不胫而走。金德尔伯格说,当他讲到“没有什么比看到朋友变富这样的事更能打扰人的心境和判断力”时,总能让听众笑起来。因此别人都想变富,于是泡沫形成了。先前没有打算购买股票的人突然开始进入到股市中来。

第5阶段

当股市的消息从非金融报纸的背面走到头版时,真正的危险信号就出现了。在20世纪90年代股市最繁荣的期间,互助基金作为传闻非常醒目地刊登在《花花公子》(*Playboy*)杂志的封面上就是一个佐证。

第6阶段

不但股市突然挤满了缺乏经验的新手,而且正是他们的出现增加了需求,并导致了为了利用以飞涨的价格出售形形色色的资产这个机会之窗而设计发行许多新股票。也往往出现定位于所谓更加老道投资者的衍生工具的大量发行。因为衍生工具的根本特性是保证金交易,所以这就增加了股市的投机性,而且当崩盘来临时会在投资者试图募集资金补进他们的股票持有量时,对为其提供信贷的机构产生更大的压力。其结果是,这些机构不仅会提高利率并且着手开始收回贷款。

第7阶段

随着泡沫的增长,行情逐渐脱离了它们所代表的潜在资产。

第8阶段

大量的谣言、欺诈行为和可疑投资涌入股市。作为一种征候,如果不是股市恐慌的原因,这是有趣的,我们会在后文中详加讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 阶段

到这一阶段为止，更加老练的投资者感到退出股市的时间已不远了。新手们确定不了怎么办，因此他们往往继续留下来，但是事实上正在退出的一些投资者往往会阻止迅速上涨的股价。一旦这种情况发生，那么越来越多的资产会变为现金，从而导致股价进一步下跌，随着股票市值的同时下跌，银行就会将更多的信贷资金收回。

第 10 阶段

在这一阶段，股市大撤退，甚至那些非常执著的投机者都意识到高点已过去，都争相退出，生怕成为最后一个退出者。随后会出现一次特定大事件，如银行出现巨亏或一则特别的谣言会真相大白。

第 11 阶段

这是一个加速退出股市的阶段，这一阶段导致了金德尔伯格所称的对曾经一度被认为具有很高价值的资产的厌恶。即使那些记忆力最差的人都会回忆起，随着公司被简单地视为“只不过是互联网”，“互联网”这个词从一个富有魔力并带有机会含义的词语迅速转变为一个荒唐可笑的词语。

伴随着恐慌的大面积弥漫，大量的可能性就此产生。股价跌至低谷，因此出现了再次买进的诱惑力（依我看，这一点往往会在这一过程的一小段时间之后发生）。其次，会出现交易被中断的可能性，因为调节者限制放任行情下跌的水平。另一方面，最后借贷人可能说服了投资者，让他们相信，流动资金充裕，能够满足现金需求。假定这种情况发生了，那么它就会减轻股市的压力，因为交易者明白，没有必要担心流动资产，进而害怕如果所有别的人都这样做，可能根本没有现金支付给他们。



政府试图制止恐慌

随着恐慌的形成，呼吁政府和其他权威机构采取行动的呼声就会越来越强烈。然而政府往往对太多的干涉持非常谨慎的态度。在这个节骨眼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，政府的反应非常关键，并在决定下一阶段的循环中起很大作用。假使政府的行动奏效，如在广泛认为奏效的 1987 年，当时，政府向股市注入了资金以避免信贷紧缩，那么这种成功行动就会受到称赞。在没有采取行动或以模糊而渐进的方式采取行动的地方，如自从 20 世纪 90 年代初期以来我们所看到的日本，那么政府往往会对几乎所有的事承担责任，而让私营企业摆脱责任。

然而，对政府采取行动的压力变得非常强烈；甚至连那些纯自由股市主义者都开始呼吁采取行动了，他们使用略带冗词的观点，认为恐慌一直是由进入到股市里的被人曲解的东西引起，要清除这种被人曲解的东西。但总的来说，自由股市的真正信仰者认为股市会自行恢复正常，外部干涉会起破坏作用。

他们可以拿出大量值得炫耀的例子来支持他们反对外部干预的论点。如我们在米尔顿·弗里德曼的论点中看到的，货币主义者很长时间以来一直认为，联邦储备委员会因控制货币供应量而要对引起 1929 年的暴跌负责。奇怪的是，弗里德曼同时认为，政府为了向股市注入更多的资金，暴跌后在公开市场上回购政府债券的举止又是及时的。金德尔伯格则认为，政府做得太少、太迟了，还将资金从股市的其他地方挤了出去，从而引起了萧条。[9]

最近的官方干预的例子令人怀疑，这些例子似乎更加清晰。大概可以算是最臭名昭著的例子出自亚洲地区，在 1987 年暴跌过后，香港当局关闭了股市，原因是，这样会阻断外界对前英国殖民地所施加的压力。这一阻断根本就无济于事，这一关闭只是暂时地遏制了外界的压力，最后，股市一经重新开市，这种压力就像洪流一般被释放了出来，使得香港股票比其他任何主要股市的股票下跌的幅度更大。

允许这一极端愚蠢之举的官员似乎不知道关闭股市在其他地方已经试过，下场都一样，均未获得成功。纽约股市在 1873 年 9 月的恐慌期间关闭过，但结果是灾难性的，继 1914 年第一次世界大战爆发后，欧洲各交易所关闭之后，纽约股市又关闭过一次，其结果同样是灾难性的。作为一种蓄意的政策举动，关闭股市是不常见的，原因很简单，遏制压力只能使情况恶化，而不能解决问题。“9·11 事件”世贸中心被袭之后，关闭美国股市却不是蓄意政策的结果，而是在交易系统受到极其严重破坏之后不可能再进行交易的后果。但不管蓄意与否，关闭股市都给股市增加了更大的压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，从而使股价在8天后重新开盘时下跌幅度超过了7%。

在亚洲的其他地方，在1997～1998年的亚洲金融危机期间，主要是国际货币基金组织的活动破坏了股市。[10] 运用一揽子救市手段，国际货币基金组织坚持认为政府需要加强严格的节约措施，以便省出资金救市。由于企业债务比国家负债问题更大，所以国际货币基金组织不仅定错了需要解决问题的目标，而且这些措施的效应会加速危机的到来，比本来可能出现的失败还要多。

另一方面，国际货币基金组织充当了诸如马来西亚和泰国的最后贷款人。没有这种支持，这些国家的货币体系几乎可以肯定已经垮掉了。国际货币基金组织通过坚决要求预先发放贷款的条件充当着任何贷款人充当的角色。强制执行这些条件的权力在借款人处于弱势的情形下显得特别大。因此，国际货币基金组织的批评者们对强制执行的条件这一事实吹毛求疵是有失公允的。其他批评者认为，国际货币基金组织根本不应该成为借贷者，因为它的紧急援助阻止了股市接受他们行为的后果，从而阻碍了防止另一次危机发生所需的结构改革的进程。

这一观点不仅仅适用于亚洲，而且还完全可以与一些国际机构在拉丁美洲和其他地方发放紧急贷款的方式挂上钩。最有可能的是，这一论点还可以适用于美国政府长期资本管理公司(LTCM)(著名的对冲基金，1998年9月处于破产的边缘)的紧急贷款。在纽约联邦储备银行组织了一个投资者银行放款团，注入了34亿美元的一揽子营救款时，长期资本管理公司才得救。政府争辩说，长期资本管理公司不是一个提供紧急贷款的团体，因为它只充当组织者，而不充当投资者，然而，很难下结论说，它在挽救一家如果没有它的援助就肯定会倒闭的私营公司中不起一点作用。

可是，美国政府绝不可能故作姿态说它没有在20世纪80年代提供大笔款项来挽救经营失败的储蓄信贷公司。经营这些公司的人不计后果地贷款并使用这些贷款的行为直接受到了里根政府撤销管制规定的大胆政策的鼓励。到这项政策实施完毕时，美国的纳税人拿到了一张2 000亿美元的账单。几乎没人怀疑，要是没有这项挽救措施，美国就会陷入严重的金融危机，危机很快会席卷股市和整个社会。尽管对紧急贷款有所批评，但有趣的是，那些轻易地建议亚洲和拉丁美洲国家应该单独面对它们自己行为造成的后果而无需政府援助的评论家们，没有几个提议允许美国的金融系统可以自由下落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是问题的症结。危机和恐慌出现时，不少人乐意提出股市驱动的解决办法，但在这一方法可能会在自家的后院产生真正的困难时，建议政府不作为的热心者人数很快减少了。

因此，大多数危机的结束点几乎总是出现在某类官方干预。这种干预可能包括给这一系统注入资金，如在 1987 年；或采用解决问题的某种形式的政府激励，如挽救长期资本管理公司的案例。没有外部干预，仅让股市解决自身的问题的确是少见的。认为股市无需援助，经过长期极端的下跌压力后，它会自行恢复正常的观点必然只是一个理论上的可能性，因为很难想像出这样一个放任不管的方法已在实践中奏效的例子来。

相反的情况并不是真理。行情上涨时，即使这一上涨非常迅速并有可能破坏稳定，调控当局也很少干预。许多人还记得艾伦·格林斯潘在 1996 年 12 月 5 日发表的著名演讲，他当时将牛市的状态描述为投资者"非理性过激表现"的产物。他的言论引起了从东京到香港再到伦敦的股价的暂时下跌，在他发表评论的当天，道—琼斯工业平均指数下跌了 2.3%。然而除了利息率的微调外，联邦储备委员会主席对股市状况的担忧没有引起任何种类的干预，更谈不上建立总统特别行动小组了，诸如 1987 年大崩盘后建立起来的那个组织。纯市场主义者在谈到股价涨得太高股市就会自我恢复时是对的，但这只是股市力量在没有官方援助的情况下精疲力竭时的惟一方向。

这一次，有什么不同吗？

认为随着股市的进一步发展、良好的调控和更加透明，危机发生的频率相对减少是有道理的。正如我们所看到的，也有一些证据表明，从危机中可以吸取经验和教训，如 1987 年股市暴跌的情况就非常明显，当时，中央银行增加而不是减少了货币供应量。如此一来，他们就避免跌入 1929 年暴跌的陷阱了，在 1929 年，流动资金枯竭，股市的萧条推波助澜，使衰退火上浇油。然而，这些改进无论是过去还是将来均不会阻止恐慌的爆发。

每一次繁荣期都会让人觉得这一次将会不同，并相信繁荣会延长。这种荒唐的幻想在 20 世纪 90 年代期间特别流行，当时人们谈论得最多的是被称为"新范式"的东西。这个概念可用信用这个词来命名，如果这个词用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得对，信用这个词大概就是源于萨洛蒙兄弟(Salomon Brothers)分析师戴维·舒尔门(David Shulman)，舒尔门发表了一项著名的报告，题目为《1996年：股市泡沫还是范式转换?》(*1996：Stock Market Bubble or Paradigm Shift?*)。他认为通货膨胀的压力已创造出完全新形式的股市估值，这种估值说明了股票市值达到空前高度的原因。他这个观点的要旨是，以前估值的形式应该抛弃，历史在新技术时期为股票估值建立比较标准时不起作用。

舒尔门的多头观点正是市场期望听到的观点。其他人很快追随了他的观点，他们极为高兴的是，他们可以从做出估值的旧的樊篱中解脱出来，旧估值给人的印象是股市被严重地高估了。到1977年为止，乐观的看法传到了白宫，克林顿总统兴致盎然地宣布，美国经济的强劲表现表明交易循环的老概念需要放弃。这个观点深入人心，它表明经济增长将永远持续下去。

当然，这是愚蠢的。尽管美国的经济，乃至英国经济以及其他欧洲国家的经济的活力特别强劲，但是在度过新千年的过程中都无法避免严重的衰退，这种衰退要比2001年9月股市暴跌所显示的更加严重。

网络股的大繁荣最终在2000年走到了尽头，然而尽管个别网络股股价出现了暴跌，而且网络股集中的纳斯达克也出现了大跌，但并未引起股市惊人的单日暴跌。纳斯达克的表现最有力地说明了，对互联网新范式十分有信心的投资者遭受到了十分沉痛的打击。纳斯达克综合指数最剧烈的跌幅出现在2000年8月～9月期间，当时指数下跌达534点，或者说接近13%。然而真正的伤害持续了较长的时间。纳斯达克从接近4 700点的高位开跌，到2002年中期，股指跌至1 640点左右。这一下跌跌掉了大约65%的股票市值。据估计，2000年后，互联网总共在资本市场上损失约1万亿美元。然而损害并未扩大，即下跌造成的损害与主板上的股票价格不是对应的。的确，从纳斯达克的股票到主板上的股票在一定程度上有一种有条不紊的过渡，使得道—琼斯的交易一直保持在高位。巨大繁荣的退去并未引起更大范围的暴跌，这一事实引人注目。

的确，没有更大的暴跌可能意味着20世纪最大的牛市，即20世纪90年代的最大牛市将挑战低迷(而且挑战逻辑，因为在"9·11"暴跌后股票继续以最大的估值交易)。到2001年，华尔街以接近30的历史性平均价格收益率进行交易。这样的平均价格收益率大约是过去75年的一倍。其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧随纽约暴跌的欧洲股市以同样的速度恢复，并继续以高价格收益率交易。

对股市真正的伤害出现在 2002 年，大约 3 年后，经济增长减缓了，互联网泡沫破灭了。一系列的企业丑闻促使投资股票的资金随着其他压力的增加以及股票价格持续的下跌而撤出了股市。就在我撰写本书期间，世界股市的气氛仍旧悲观低落。许多分析家预测，这意味着正在酝酿另一次暴跌，但同样可能的是，股市会简单地重复 20 世纪 70 年代所见到的模式，当时，根本没有出现股价巨大的暴跌，但出现了旷日持久的绵绵阴跌，这无疑比大的单日行情跳水所造成的伤害还要大。

新现实：新暴跌

在 20 世纪最后的几十年间，就在美国和欧洲的股市繁荣之时，暴跌的行情转移到了新型的股市。我们在北美和西欧的快速工业化国家可能见到的 19 世纪股市的多变性和易暴跌性，现在正在成为东方和南方那些正在纳入新兴股市大家庭的工业化国家的特点。这说明股市经常出现暴跌的现象可以部分地由这些股市发展的阶段来解释，即不成熟的股市更容易出现暴跌。

然而日本股市太大，很难将其说成是新兴股市；事实上，在 20 世纪 80 年代，日本处于最繁荣的时候，东京股市的融资水平就已远远高于纽约了。尽管如此，日本的股市（如东京和大阪的股市）仍然比美国和欧洲的股市新，相对来说，在 20 世纪 80 年代前没有受到疯狂的投机炒作。当投机热占据上风时，投机会变得一发不可收拾，所有投机热都一样，紧缩收支，投资者在股市根本没有交易做，更谈不上借钱去股市了，他们将自己的资产贡献给股票和地产的比例太大了。

在 1990 年初投机热走到尽头时所出现的萧条令人震惊。破灭的泡沫特别巨大。这一泡沫使得地产价格在 1956～1986 年的 30 年中提升了 5 000%。到 1990 年，日本所有地产市场的价值高出整个美国地产市场的 4 倍。到 1986 年，东京证券交易所的交易量达到了每天平均 7.086 亿股。第二年的前 4 个月，每日的成交量猛增到超过 12 亿股。东京稳居世界最大的股市。20 世纪 80 年代后期，股票价格增长的速度是盈利的 3 倍。根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据日经指数记录，这十年中的增长是5倍。1987年，平均历史市盈率是90倍，但是10年中大多数年份的最大市盈率约介于65～70倍之间，这与同一时期华尔街的平均市盈率仅25%形成了鲜明的对比。

人们大谈日本不久会领导世界的方式。埃兹拉·沃格尔(Ezra Vogel)在他著名的《日本做老大》(*Japan as Number One*)一书中概括了这种观点。此书出版于1979年，在日本大受欢迎，而在其他地方却受到冷遇。1989年末，专家们在日经指数冲至38 900点的高点后对107个日本股市进行了民意调查，他们预测日经指数到1991年会达到41 000点附近。随着日本进入新千年，日经指数达到了12 000点以上。"专家们"似乎没搞清真实情况。

当泡沫最终部分地被日本央行(BOJ)的新任行长三重野康(Yasushi Mieno)捅破时，空气便断断续续地泄了出来。虽未出现单日暴跌，但小气不停在漏，漏得非常均匀，结果在1990年初，许多分析人士仍旧认为下跌能够得到制止，而且快乐的时刻还会到来。到这十年的年末，日经指数丧失了2/3的股票市值。

日本进入了衰退期，但并未对其他股市产生大的影响，就在此时，游资转到了拉丁美洲和东南亚的新兴股市。东京和大阪的股市的衰退对日本国内的投资者的冲击要比其他投资者的更大，这被认为是一种信号，即真正的钞票要在上涨幅度较大的小股市赚取。墨西哥似乎是一个不错的选择：它不仅是美国大市场理想的低费用供应国，而且它还有一个承诺解除价格管制的政府。资金于是大量涌入，并在1994年暴跌开始时又同样大量地撤出。其他拉丁美洲的股市随着墨西哥股市暴跌的传染而疲软。这是一个繁荣与衰退的经典例子。

从墨西哥的经验中吸取什么教训了吗？没有，因为热钱只是转移到了下一批上涨较大的新兴股市中。人人都开始谈论亚洲四虎(the Asian tigers)(中国香港、新加坡、韩国和中国台湾)，然后又谈论四小虎(the tiger club)(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国)。对这些股市前景的判断更是神乎其神。当时较为荒唐和最有名的著作是在1996年亚洲牛市如火如荼时出版的。这就是约翰·内史贝提(John Naisbitt)的著作《亚洲大趋势》(*Megatrends Asian*)。他在书中写道："在我们迈向2000年时，亚洲会成为统领世界的地区——无论在经济、政治还是文化上。"

同沃格尔一样，内史贝提被股市令人眩晕的上涨和似乎没完没了的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济增长的新台阶所吸引。尽管有许多正确的理由投资亚洲所谓的虎股市，但是这些股市的基石非常薄弱，薄弱到稍有风吹草动就垮掉的地步。然而，对于在日本和亚洲其他地区形成的泡沫的本质，从历史的角度看，没有什么不寻常的或未知的。与其他暴跌有联系的征候都存在。下面仅列几例：企业债务的居高不下，1996 年（亚洲最繁荣的时期），韩国公司的平均债务与股票比率是 3.5：1，泰国是 2.3：1，印度尼西亚是 1.9：1。通货膨胀率和利息率都很高。市盈率按本地区的标准处于历史的高位，不包括日本，平均市盈率约为 25。而且，金融机构大肆消费的所有迹象人尽皆知。20 世纪 90 年代股市的总融资量远远超过所在国的国内生产总值（GDP）。例如，在马来西亚，股市的融资量比本国的国内生产总值大出 2.5 倍之多。中国香港股市的融资量达到当地国内生产总值的一倍多。

考虑到这些为人所熟悉的过热迹象，为什么就没有出现对上涨的亚洲股市表达谨慎的声音呢？其中的一种解释是，无论国内的还是国外的投机炒家都将股市看成了卡西诺赌场。投资者对这种特别高的回报下赌注，他们准备应付高风险，尤其是那些海外炒家，他们在这些股市里只用了少量的投资组合。就华尔街的投资来说，这个比例非常少，因此即便赌注压错了，关系也不大。

其二，这在某种意义上讲更令人担忧，有许多像内史贝提这样的人，他们引进了亚洲的故事并真的相信上涨会继续，停止只是偶然的事。总有一种倾向认为，新的东西诸如亚洲经济强国，会建立新的基本规则，在这种情况下，会为股市建立新的惯例。

历史以另一种方式给出了答案，然而，由于新兴的股市变得更加成熟，因此很可能这些股市将会变得不那么动荡，不容易出现新恐慌。假定情况是这样，那么这种情况会提升恐慌倾向与股票市场发展状态相联系的这个国家的可信度。

可疑行径与欺骗的乘虚而入

股市开始震荡时，股市倾向于暴露和鼓励诸多欺诈行为，这些欺诈行为是随泡沫的增长而壮大的。泡沫破灭后，这些欺诈行为的暴露会成为通货紧缩的助推器。金德尔伯格注意到："欺诈的倾向与被欺诈的倾向是与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

繁荣期投机的倾向并行的”。[11]

有人认为，欺诈的倾向来源于在股市下跌和那些谨慎的投资者面对巨额债务时的绝望，这样说也许太客气了。加尔布雷思在审视 1929 年的暴跌时写到了有关繁荣与暴跌如何导致了正常人际关系的“一种令人痛苦而难忘的夸大”。“在繁荣期间人们增加了对钱、对家、家庭和消遣的正常需要，以及以便投机市场或应付由于保证金追缴而引起的对资金的新的首当其冲的需要。”[12] 这导致了不择手段的行为，因为那些遇到麻烦的人会更加拼命地补救他们的资金问题。

一个经典的例子来自于 1997 年之前亚洲繁荣的结束，当时股票期货交易人尼克·里森(Nick Leeson)实施欺诈以隐瞒他在日本期货市场上的投机失败。他的欺诈行为引起了英国商业银行霸菱银行(Barings)的破产，但在向他的老板们隐瞒其过失行为之前还未破产，主要是因为老板们不愿意明显地看到表明他只有巨大成功的任何证据。

里森竭尽全力挽回损失的行为与克拉伦斯·哈莱(Clarence Hatry)在 1929 年暴跌后拼命挽救他的公司企图并无二致。哈莱的做法是直截了当地进行欺诈，即用合理的假担保企图获得 800 万美元的银行贷款，并用这笔资金买进美国钢铁股票。

1987 年的暴跌产生了充满市场泡沫的欺诈，没有哪件事比香港证券交易所资深官员的被捕更引人注目的了，这次被捕的还有证交所的主席罗纳德·李(Ronald Li)，他的罪名是接受寻求上市一公司的贿赂。

但不择手段的行为不仅仅是暴跌后的产物，而且也是暴跌前贪婪的产物。桥水伙伴(Bridgewater Associates)金融管理公司的雷·达利欧(Ray Dalio)认为，随着泡沫的形成，保守的结算行为和那些对这种结算方法负责的人会丧失诚信，违规成为了标准。“你置身于一个环境中，因为人们不太关注这个环境，所以你受到这种大胆放肆的结算行为的奖赏。”他说。[13]

《华尔街日报》上刊登的一篇文章甚至说：“20 世纪 90 年代企业的违规行为的范围和程度……超过了自从大萧条以来美国所发生的一切。”[14] 较为活跃且语言简洁有力的《纽约日报》(*New York Daily News*)总结了 2002 年夏天华尔街有名的观点，标题很简单：“骗子街”。

这本书在撰写的时候丑闻名单不仅长而且在增长。说真的，尽管监管当局保证篮子里的苹果只有几个是烂的，但是要想撵上新爆丑闻还是不容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的。企业可疑行为不停增长的一个迹象反映在美国证券与交易委员会(US Securities and Exchanges Commission)于2001年公开的570个调查这个事实中,这是一个很大的数字,除了1994年外,超过过去十年中的任何一年。再者,纽约上市的150家公司被迫重新公布20世纪90年代末的盈利,很显然,他们给股东的报表即便最乐观地看也是不完整的。重新公布盈利的公司数字之高是前所未有的。

最著名的违规包括世通公司的欺诈,这一欺诈很典型。世通公司在互联网繁荣时期给人的印象是利润率在不断增长,但事实上它是在虚构利润并隐瞒了其高达38亿美元的费用。2002年7月公司申请了破产保护。然后就是泰科国际(Tyco International),被控逃税和暗地私付高管报酬。曾经雄心勃勃的电缆公司阿德菲亚传播公司(Adelphia Communications)承认造假账以及未经授权向大股东发放贷款。即使记录非常优良,以前实力非常强大的施乐公司(Xerox Corporation)也因其虚报收入(后来承认5年中虚报利润约64亿美元)而不得不支付1 000万美元的罚款。大多数这些榜上有名的可疑公司来自于电讯、传媒和科技行业,这些行业在20世纪90年代繁荣期间发展迅猛。

由于犯罪行为的影响和指控,安然公司及其会计公司亚瑟·安达信的破产更是臭名昭著。基地位于得克萨斯州的安然公司最初是一家能源公司。公司的股价上涨得让人眼花缭乱,并通过增加利润(至少在报表中是这样)以及通过参与农产品交易和记录不存在的利润使得股价保持着上升的势头。公司向股东隐瞒了超过10亿美元的债务。与此同时,它真正的能源生意却受到冷落,沦为了副业。

与安然所犯的轻罪的程度远远不能相提并论的是使美国最著名的家庭电视人物玛莎·斯图尔特(Martha Stewart)陷入困境的问题。在屏幕上,她是美国郊外梦想的化身,但是这样一个美国式的形象被指控利用内幕消息抛售英克隆(ImClone)的股票,英克隆是一家生物技术公司,将要面临因其领头药品没有获得美国食品与药品管理局的批准的诸多问题。这件事涉及的金额只有区区20万美元,与当今较大的丑闻几乎不能相提并论,但是指控像玛莎·斯图尔特这样的人参与股票欺诈会将金融欺诈的丑闻带到千家万户,这对于公众的影响程度是巨大的,是那些较大的、施用难以想像的阴谋诡计的丑闻所达不到的。

20世纪90年代繁荣的结束所产生的不只是企业经营的失败,其中有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一些失败是可疑的或是彻头彻尾的非法交易行为导致的结果。随着互联网股票所带来的欣悦和无所顾忌地高举债经营的逐渐退潮，注意力转移到了职业咨询公司所扮演的角色上，咨询公司所起的作用应该是确保所有这些不好的事情不发生。例如，安然的破产彻底地毁掉了全球最大的会计公司之一的亚瑟·安达信(Arthur Andersen)，此会计公司一直担当着安然的审计工作。2002 年 6 月，这家公司的会计由于试图隐瞒安然内部的不法行为而犯有妨碍司法罪，但到那时为止，人们已经对几乎变为一个空壳子的亚瑟·安达信失去了信心。

同一年的早些时候，全球最大的投资银行之一的美林投资公司在面临其分析师在推荐投资者购买其承销的股票时故意误导投资者的指控时，被迫与纽约的检察长进行庭外和解，令其非常没面子。对美林调查所引起的问题将在下一章中加以讨论。

所涉及的这些非常大而且以前非常受人尊敬的专业金融公司的丑闻，在许多方面给投资者对金融市场的信任造成的危害，要比通常的企业经营失败和伴随繁荣结束的丑闻所产生的危害更大。这些灾难的直接后果是使得许多投资者，尤其是小投资者对股市避而远之。较长期的影响较难预测，不过，如果愤世嫉俗的人已经弄明白了此事，那么人们就不会对此事长期耿耿于怀了(毫无疑问，20 世纪 90 年代几乎没有几个人即便就是忘不了那些前 1987 年繁荣后出现的丑闻但也不会为它们所困扰)。那些丑闻尽管极大，但还是令人耳目一新。它们包括上面讨论过的储蓄与借贷的危机，以及一大堆内幕交易的丑闻，伴随着杂七杂八的骗人上当的欺诈交易以及操纵行情的阴谋诡计。

这个时期最有名的犯罪人之一是低档债券市场的主宰者迈克尔·米尔肯(Michael Milken)，他负责德莱克塞尔·伯汉姆·兰姆博特(Drexel Burnham Lambert)所属的贝弗利·希尔斯(Beverly Hills)债券部。伊万·鲍斯基(Ivan Baosky)成了他的合伙人，他给套利这个词语赋予了新意，即把复杂的交易和大胆的交易合二为一，将投入的小额股本转换成了大利润。他俩的这一妙招的惟一问题是触犯了法律。他们以惊人的速度从宇宙的主宰沦为受控的罪犯。米尔肯的律师亚瑟·利特曼(Arthur Litman)说他的当事人已变成了一个魔鬼，说指控他的案子具有“异教审判的特点”。尽管这些言论是出于自私，但它们的确有真实的成分；社会真的似乎需要一些替罪羊来对这些剥夺这么多人潜在财富的过分行为负责。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，在繁荣的高潮期，繁荣助长了欺诈行为。随着你争我夺的暴富心理战胜了在正常情况下阻止这类过分行为的良心不安，标准丧失了其作用。在恐慌周期的黑暗末期，不得不既要对违法者绳之以法，又要堵住法律中的漏洞，以阻止股市操纵和其他已促成危机的不法行为。

疏忽而非欺诈之事

从某种意义上看，彻头彻尾的欺诈要比在繁荣期产生的情形容易对付。在繁荣期，由于金融和股票市场显得比其他各种经济重要得多，所以真正的交易被忽略了。

此外，本来相当理性的企业经理人却将注意力从企业的实际经营转向了公司股价的提升，由于他们拥有股票期权，从而也就顺便提高他们的薪水档次。

而且，近年来一直存在着巨大的机会，即公司在泡沫的中期利用它们膨胀的股市股本来获得本来它们根本无缘的资产。这些公司能够通过给资产富有的公司的股东提供他们股价虚高的股票换取那些资产来达到目的。情况似乎经常是这样，那些经营这些高度资本化的公司的人驾驭股票的水平远高于经营实际企业的水平，而且一旦他们将超值的股票换成真正的资产时，那么这些资产的价值就开始缩水。（这些内容将在第八章中继续探讨。）

在写作本书的过程中，有一种令人奇怪的断裂现象存在于股市。最近，随着互联网疯狂的寿终正寝，一个繁荣期结束了。紧随其后的是 2001 年 9 月出现的规模小而严重的恐慌，不过大规模的危机已避免。此时此刻，有极大的不确定性和许许多多非常看空的预测。

业已确立的繁荣与循环的周期已最终被打破的可能性是最小的，但以前已下过这一论断并不断证明其不能成立，因此无法相信这次的情况大概会有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　新时代的恐慌

过去有人认为，在“美好的往昔”中，股市恐慌是相对简单的事。行情变得过热，因此以惊人的速度释放蒸汽。有的恐慌与其他类型的金融危机联系在一起，有的恐慌是由已曝光的欺诈所导致，而其他一些恐慌则是由股市外部发生的对股票的感知价值造成冲击的大事件而引起的。有的恐慌的根本原因甚至是对经济衰退的真正担心。

所有旧的恐慌原因仍然存在，而目前现代股市的根本性质和结构恶化了这些已经存在的恐慌原因，这种情形正在变得越来越与它们赖以存在的经济基础分离。此外，随着股市变得更加复杂和新形式交易的出现，压力正在积累，因此会产生更大、更具破坏性的恐慌。

然而，如我们在前几章中见到的，成熟的股市变得越来越平稳，这种平稳假定不以天来计算，也至少可以按一段时间来计算。问题是当这些股市崩溃时，其爆发的方式往往是猛烈的。在这里讲此话的意图并不是想给出某种生死大决战的预言，而是想说明可燃力有一个积累过程，这些可燃力会汇聚起来一并使股市变得更加不稳定。

本章研究的是这种可燃力的一部分，并设法搞清楚这些可燃力是否更易使股市恐慌。本章同时探讨一些经常被引用并被认为具有高度可燃性的因素，而最终证明这些可燃的因素并不像它们看上去的那样危险。在这种类型中有衍生工具的交易、对冲基金和限制程式交易，所有这些在现代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鬼神学中均占有一席之地，但由于种种原因，它们不具很强的说服力。

股市大于国民经济

首先，我们从探讨股市逐渐脱离它们应该代表的经济和公司说起。这里关键的指示信号是整个股市的资本与国民生产总值(GNP)的总量的比较。(国民生产总值总是大于国内生产总值，因为国民生产总值包括红利、利息率的支付和从海外汇入的利润。)如果股市融资水平开始大于国民经济的总量，那么有关股票价值的评估就一定存在着并不十分正确的东西。沃伦·巴菲特曾认为："假定百分比关系落至70%～80%的区域，那么对你来说，购买股票就可能非常奏效。如果这个比率接近200%(如1999年和2000年的几个月中所发生的情况那样)，那你就是在玩火。"[1] 2000年3月，当20世纪90年代美国股市的牛市攀升至最高点时，纽约股市的融资额上升至相当于国民生产总值的120%。在这之前以及一直到20世纪90年代中期，美国股市的融资水平相对于国民经济总产值一直保持在100%以下，只有1929年是明显例外的，就在1929年暴跌之前，融资水平达到了最高点，相当于国民生产总值的109%。

这里需要略加一点解释，因为纽约交易所与伦敦交易所一样相对而言拥有大批国外的上市公司，这很明显增大了股市融资总量，但这个量未达到说明股市的最大融资量是如何能够逐渐接近美国国民生产总值的一倍的原因的地步。

从表4－1中可以看出，这些令人兴奋的股市融资其估值大于经济总量的情况不仅限于华尔街。例如，如果说表中所示有什么区别，那就是英国股市与它的美国同行相比，其价值高估更加危险。再往远一点看，在中国香港，1999年的股市融资几乎是全港生产总值的4倍。与此同时，在芬兰，股市的融资从相当于国内生产总值的16.6%上升到了1999年国内生产总值的2.5倍以上。更加引人注目的是，芬兰股市估值的巨大增长主要归于诺基亚这只股票的增大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4—1　　股市的规模与国内生产总值比较

——占国内生产总值的百分比——

	1990 年	1999 年
芬兰	16.6	269.5
中国香港	111.5	383.2
日本	98.2	104.6
荷兰	40.5	176.6
新加坡	93.6	233.6
南非	122.8	200.2
英国	85.9	203.4
美国	53.2	181.8

资料来源：World Bank，*World Development Indicators 2001*。

股市功能的经典看法是，股市是为公司发展募集风险资金的有效中心。建立在伦敦的最早股市其源可溯至航海冒险家为出海航行募集资金的时代。早期的股市毫无疑问是投机，但当时的股市同时也扮演了满足资金需求与投资者为了股票投资的回报而乐意提供资金的股市传统角色。真正相信股市效用的人会认为，今天股市所起的作用仍然是这样，一点都没变。我不赞同这种看法，我认为股市离最初的目的越来越远了，股市正在进入一个时代，在这个时代中，投资的游戏在游戏本身中就已结束，与募集资金的关系越来越小，与股票的合作越来越没关系，一切的关系均与投机有关。

彭兹先生健在而且健康

从某种意义上讲，所有的股市都在变成彭兹诈欺法股市。我承认，这种降格的说法来自于查尔斯·彭兹(Charles Ponzi)，彭兹在 1920 年散布谣言，说在一项投资计划中，有人真的没有投资一分钱就赚了一大笔钱。彭兹因此而发了一笔财。那些已经或据称已经从彭兹的计划中获得可观利润的人劝说那些轻信的人在这些计划中投资。彭兹偿清了欠股东的债务，他的办法是通过使用进入该计划的一批投资者的基金来支付那些已经投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的人，同时将大部分利润捞进自己的腰包。只要有新的投资者进入，这个办法就一直可行。当投资者不再进入时，彭兹和他的许多仿效者便退了出去。查尔斯·彭兹在7个月的时间里诱使30 000名投资者进入这个计划，共募集资金1 500万美元。

从那时起，带有彭兹名字的诡计便一直在全世界进行客串演出。它近来最引人注目的化身出现在1996年与1997年间的阿尔巴尼亚。当时，阿尔巴尼亚是一个极度贫困的国家。7个彭兹诈欺法募集了20亿美元，相当于阿尔巴尼亚国内生产总值的30%。这些计划在1997年破产时促使了阿政府的倒台，而阿政府还一直愚蠢地支持这种投机性的生财之道。

其他彭兹类型的计划虽不太引人注目但却举不胜举。这并不是说所有的股市几乎均以欺诈为基础，但令人不快的事实是，彭兹诈欺法的根本基础即是今天股市大量投资的根本基础。这一部分题目的含义所指并非是广泛认同的欺诈行为，而是投资活动的主流。

20世纪90年代空前的牛市说的都是投资者涌入股市的事，投资者相信那些之前离开股市的人都是这样发财致富的。那些人的赚钱之道就是将股票抛售给新来的股民。那些卷入这场疯狂投资热的人对他们投资的公司毫不关心，对公司是否有能力分红毫不知情，常常弄不清楚公司真正在从事何种业务。很明显，20世纪90年代繁荣期的投资者所买进的东西比国际通用邮券有更大的价值，彭兹曾说国际通用邮券是绝妙的投机形式。然而他们在买几乎没有分红希望的公司的股票，这些公司的分红无论如何也不能与他们的投资相匹配。因此，在这些股票上获利的惟一办法是把股票卖给那些认为能够通过继续倒卖这些股票而获得更大利润的投资者。如此一来，彭兹式的操作方式与心态便成了标准。

新市场=新资本？

这种对股市状态玩世不恭的看法总体上讲并不被投资界重视，并且非常明显不被那些在世界各地建立新股市的人所认同。股市在全球范围的迅速发展被视做是现代化与发展的重要组成部分。任何工业化中的国家都是自尊自重的，绝不想丧失股票市场，即使亚洲的中国和印度亦是如此。

政府喜欢通过建立股票市场和实行金融市场自由化的政策来强调他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们实行资本主义制度的承诺，这一点受到了发展组织如世界银行的过多称赞。1995 年世界银行发表的研究概括了股市发展的概况。研究说："鼓励和维护朝气蓬勃的股票交易要比单纯地引进新资本对一国经济更加有利。发达的股票市场对国民经济的重要作用是与银行相同的。"

这份研究说明，股票融资标志着经济发展的水平较高。"股市的发展，"作者们论述道，"不仅仅是紧随经济的发展，而且还提供预测未来资本、生产率和按人口平均计算的国内生产总值的增长速度。"[2]

这一股市功能的理想观点引人注目，但似乎被市场非同寻常的低效率的现实所损毁。发展中国家的股市发展速度比工业化世界的股市发展速度快，股票发行为固定资本投资募集的资金要比其他形式的资本融资所募集的资金少得多。1991 年发展中国家的股票发行为公司募集到了 46 亿美元；到 2000 年这个数字升至 348 亿美元。同年，银行贷款总数达 1 244 亿美元，国债发行募集了 772 亿美元。[3]

鉴于大部分由国债和银行贷款所募集的资金实际上注入到企业的发展中的可能性极大，因此可以说股票发行所募集到的资金也同样注入到了企业的发展中是毫无根据的。相反，间接的证据表明这些募集资金很大一部分直接流入了公司高管的口袋，公司高管遂将其私用。世界银行在亚洲股市最繁荣的时候，即 20 世纪 90 年代中期所作的一项研究发现，东亚的公司为固定资本投资所募集的资金，40%来自内部资源，40%来自银行贷款，10%来自股票发行，10%来自债券发行。[4] 然而，虽然债券发行给公司提供的资金与股市所提供的资金相当，但是债券市场的总量是3 380亿美元，而亚洲股市的市场融资量则达到了10 730亿美元。[5] 因此，尽管股市的规模在迅速扩张，但是它们为固定投资募集的资金量仍旧不尽如人意。尽管股市的资金总量是债券市场的 3 倍，但是股市为企业所募集的资金与比它小的债券市场所募集的资金却相等，因此就效率而言，很难对股票市场的现状加以恭维。

世界银行最新的研究强调股市给发展中国家提供的金融资源非常有限。1972～1998 年间，证券投资或股市投资为这些国家提供了仅 8%的流动资本，而银行是 20%，私人资金是 55%，直接投资是 20%。[6] 来自于股市的流动资金自从那时起可能已经增加，但提供给企业的资金量哪怕是约等于股市的扩大也是极不可能的。

我讨论过市场的发展，因为在市场中股票交易发展最快，并因此认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场中，股市的发展正在对经济的增长产生最为积极的影响。发展中国家也应该能够更多地利用股票交易来为企业的发展融资，因为这些国家不太可能依赖债券市场(债券市场往往随股票市场的发展而发展)。再者，正因为这些国家的股市是新兴股市，所以它们的主要任务应该是募集新资金而不是像更加成熟的股市那样回收利用旧资金。

新市场，新波动

这些新兴股市的显著特点是它们行为的极端性。罗伯特・希勒(Robert Shiller)研究了全球股市一年最大的涨跌，他发现最大的涨幅是1985年12月～1986年12月之间的菲律宾股市，这一年间菲律宾股市的涨幅十分惊人，高达683%。涨幅第二的是中国台湾股市，一年内涨幅达400%，最终导致了1987年10月的暴跌。对此进行评论可能不太友好，但又不能不说。菲律宾的股市是基于一种节约型经济和一种行业合股经济的模式，与本地区其他地方相比，这种经济模式的运作显然不令人乐观。然而投资者却以为口叼雪茄的前将军菲德尔・拉莫斯(Fidel Ramos)会动用他的总统权力扭转衰态，他们相信这种事一定会发生，因此便一齐拥入了菲律宾股市。随着事实的逐步明朗化，菲律宾从一个明星表演者沦为比赛名单中一年下跌最大者之一，排在第七位。在25个一年上涨最大的名单中，另一些新兴股市显得尤为突出。这个名单只包括四五个发达股市，最著名的是意大利、奥地利和芬兰的股市。

在这幅图景的背面记录着全球股市一年下跌最大者的名单，截至1990年10月前的一年里，中国台湾以下跌接近75%而名列榜首。截至1994年1月前的一年里，牙买加以下跌接近74%紧随其后，名列第二。然而也许令人吃惊，英国列在最大跌幅榜的第四位，在股市结束前最黑暗的时刻，即截至1974年11月前的一年里，英国股市下跌了63%。尽管股市最大涨幅的名单上主要是发达股市的名字，但是在下跌的名单中成熟股市的数目也是较大的。[7]

所有这些意味着什么？这肯定不可能说明发展中国家的股票交易是企业发展的引擎。这些现象一定另有含义。这些股市的大幅波动和涨跌的极端性是这些新兴股市的主要特点，这些特点表明，这些股市所发生的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事与任何人去卡西诺赌场赌博没什么两样。

钱都去了哪里?

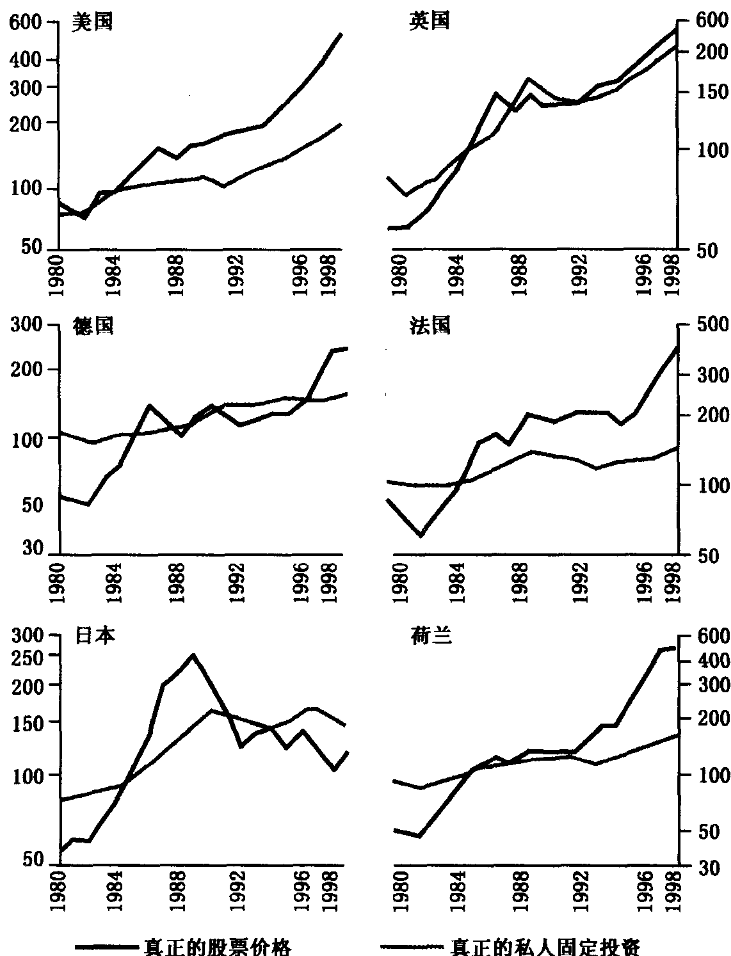
不要下结论认为发达股市在为企业募集资金方面做得略好一些,先请问在20世纪90年代繁荣时期投入到互联网公司的钱有多少对公司的发展真正起到了作用,这是一个值得提出的问题。提供一个可靠数据是不可能的,但是很明显,自从许多互联网公司倒闭以来,为发达股市募集的资金去向不明,与投资企业发展的边都沾不上。

本来注入到这些公司的资金至少应该有一部分被用于研发,其原计划是用于最前沿的新技术。但是,研究一下经济合作与发展组织(OECD)一年一度所做的比较研发报告就会清楚地发现,股市投资的剧增与同样增长的研发预算是不相称的。1999年(股市最繁荣的时候),美国花在研发上的资金是其国内生产总值的2.74%,低于其他工业化国家的平均水平。瑞典位于名单的第一位,其用于研发的资金占国内生产总值的3.80%。[8]这些数据既包括私人企业也包括国有企业在研发上的花费,因此涌入股市的资金有多少被配置到增加生产率上,这些数据没有清楚地说明。尽管美国的研发预算在增加,但是这种增长与股市的融资增长率相去甚远。

涌入股市的大量资金被用于另一些互联网公司对"抢手"互联网公司的收购之上,这些互联网公司最终证明与收购它们的互联网公司一样脆弱。(在第八章中将对这个主题进行全面的讨论。)不过,那些认为股市是为企业投资的目的而有效募集资金的地方的人可以从股价的上涨与私人投资的相关性中获得安慰。来自英国、日本和美国的证据表明,情况就是如此,但是在法国、德国和荷兰却出现了不同的情形,如图4-1所示。

相关性的存在可能让一些观察者认为,股市所募集到的越来越多的资金自然会用于企业的发展。然而情况并非如此,图中所示的国家间的差异说明了个中原因。尽管美国和英国的投资增长是与股价的上涨并行的,但是股价的上涨对欧洲大陆投资的影响却微乎其微。这是因为无论在美国还是在英国,上涨的股市刺激了高水准的合并和购并。图中所示的这些投资的大幅度增长事实上是在欧洲大陆某类非常普遍的合并预算的增长。欧洲国家的投资预算随股价上涨而显示出温和的增长,然而这种涨幅并不很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：International Monetary Fund,"Asset Prices and the Business Cycle,"*World Economic Outlook*,May 2000。

图 4—1 股票价格与固定私人投资

在股价和投资相继上涨的国家中，实际情况并不是企业获得了发展的新资金，而是资金被用来改变企业所有权。可能有人认为，合并后的企业效率会更高，生产率也更高，可是我们会在第八章中看到，大部分合并企业的历史说明，这些合并的企业根本不会出现任何的高效率和高生产率。

国际货币基金组织(IMF)的经济学家们已对资产定价和投资做了令人信服的研究，[9] 他们指出，上涨的资产定价降低了新资本的费用。随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的上涨，企业借贷的资产负债表有了改善，同时，贷款机构的资产负债表也得到了改善，从而减低了金融借贷性酬金。这就增加了资金的流动性以及更多的低费用贷款。大企业，尤其在英国和美国，往往会用这些资金并购企业。再者，正如我们看到的，这些大企业可以将其不断增长的资本价值用于股票交易，将股票部分或全部地用于支付收购交易的结算。正如图 4－1 中所示，这些收购被记录为固定投资，因此会大量增加固定投资的总额。

欧洲的公司往往比美国的公司调整的速度更快，但却没有日本的公司调整快。在日本，合并和并购相对较少，如果股价上涨了，投资的增长就很明显。可能的情况是，日本公司会利用较大比例的、为不断增长的投资所募集的基金，或者是利用新基金来偿付债务。

当然，新投资并不是提高生产率和利润率的惟一途径。然而新投资往往是有利于朝这个方向发展的惟一最重要的驱动器，这就是有必要发现活跃的股市是否真正募集到了新资金或者资金的涌入是否只是增大了股市本身的原因。

在这一领域中很难找到确凿的证据，但是有一种判断牛市行情是否为壮大公司的力量而提供基础的途径，即研究公司按常规发展以后的情况。假使股票市场过去一直在提供资金以提高生产率或者促进新形式企业的发展，那么毫无疑问，在股票市场吸引大量资金的一段时间以后，企业的利润率自然会增加。但 20 世纪的连续牛市以后，企业利润出现了急剧的下降。20 世纪 20 年代的证据表明，连续牛市的结束不仅让位于利润的大幅下滑，同时也导致了衰退的开始。20 世纪 80 年代连续牛市的结束，以不太引人注目的形式导致了一个时期企业利润的下降。尽管 20 世纪 90 年代末股市仍然在上涨时企业的利润就已开始下跌，但要对 20 世纪 90 年代牛市的后果做出定论还为时尚早。

在 20 世纪 90 年代，尽管股价仍然在大幅上涨，但利润的上涨却似乎主要还是在金融市场本身所赚利润的结果。许多上市公司属金融领域，而其他上市公司是在大涨的年代赚了大钱的。这些公司做得成功的部分原因只不过是做股票交易的结果。驱使股市动荡的资金有多少真正被用于那些没有生气的老企业的发展，这远不为人所知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么股市真正扮演什么角色？

很明显，在研读有关股市效率概念的文献时，几乎还未注意到股市是否真正扮演着给企业提供资金的角色的基本问题。相反，更多的注意却集中在了解股市作为价格制定者、价值反映者等的效率高低上。股市已经扮演了令人满意的资本市场的角色，这一点似乎无须赘言，只有涉及到股市本身运作方式的逻辑时的效率诸问题才有必要讨论。

例如，理查德·佩特威(Richard Pettway)与克赖格·塔普莱(Craig Tapley)对日本和美国股市做了有趣的研究，研究考察了单一价格法则(LOP)是否可以运用于两种市场的问题。两位作者将单一价格法则界定为"以相同货币计量并在两个不同的市场进行交易的相同资产，除了运输方式和交易费用不同外，不能以不同的价格交易。"[10] 他们发现即使两国的经济和文化有巨大的差别，但这条法则仍然可以运用于这两个股市。同时还发现两个股市的利润相当。这是许多研究者抓住的关键点。他们考察利润以弄清楚这些利润是否既在不同的股市比较中说明问题又在不同类型的其他资产对比中说明问题。这种工作很有用，不过只集中在了市场的运作方式作为股市本身的目标的问题上。

股市与外部经济的相互作用点无疑较为引人注意，因为就是在这里我们发现了股市脱离于经济领域和存在于自己独自的世界中的程度。

假使股市不再扮演企业融资的基本角色，那么股市究竟有何用，为什么公司仍然排队上市呢？我们已经知道，在牛市期间，当投资者迫切需要新投资思想并且非常乐意认购新股时，最长的等待上市的公司的队伍形成了。本来在不太狂热的时期会以最低限额来认购新发行的股票，现在却以很高的热情来认购，超额认购成为了时尚。投资银行、股票经纪人、法律咨询人士和会计纷纷劝说经理人获得上市资格，这并不一定因为他们真的需要更多的资金来发展公司，而是因为有大量的流通资金在寻找归宿。对咨询人士来说，这是一个幸运的时代，他们可以通过为公司上市提供咨询来赚取可观的费用，并且这也是一个公司主管考虑实现与公司相联系的一部分资产净值的理想时期。

尽管企业主靠自己的投资赚钱并无错误，但是他们很有可能是在自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业在其增长潜力过了高峰期之后才去投资。换言之，股东经常仅在极度兴奋过后才加入到投资中来。

股市大涨不仅鼓励新股发行，而且刺激大批已上市公司增发新股，或发行认股权证。牛市期间募集的新资金明显没有再投资到公司而是用于炒股票以及滥用于公司经理人的奖赏。只要行情在上涨并且投资者的资本起码在账面上得到可观的增长，那么没有人会不满。有许多激励经理人活跃股价和增加股票发行数量的新方法，因为现在报酬套餐与股票期权相联系是一件正常的事。这个问题将在以后的论述中更加详细地讨论；在公司经理人有更大的激励利用权力去抬高股价而不是真正经营企业时，他们常常会得出合理的结论，此时此刻对此加以评论已足矣。这就意味着这些经理人更加关注电脑屏幕上闪动的股价波动的消息而不是关注营销市场上的真实情况。

20 世纪 90 年代的互联网繁荣的突出特点之一是，“概念股”股本的扩张与可能的盈利丝毫不成比例。然后，这些扩张的股本被用来获得实体资产以及用来接管比接管公司资产更加雄厚的企业。

美国在线（AOL）与时代华纳（Time Warner）的合并是有史以来最大的合并，这将在第八章中作为此类接管更有可能毁掉公司而不是建设公司的方式的例子加以讨论，并且在全球的其他地方还有更多的例子来说明此观点。在欧洲，英国电信新贵沃达风空中通信（Vodafone Air Touch）接管了德国曼内斯曼（Mannesmann）联合实业公司。在亚洲，有更加大手笔的交易，交易中一家名为太平洋世纪计算机公司（PCCW）兼并了香港电讯公司（HKT），然后，英国大东电报公司（Britain's Cable and Wireless）成为了这个垄断电话网络供应商的控股公司。接管期间，太平洋世纪计算机公司拥有约4 800万美元的资产，而香港电讯公司的总资产却接近 70 亿美元。这是个兼并公司的实体资产小而它的股本大大超过被兼并公司的实体资产的经典例子。由于此种情况，太平洋世纪计算机公司能够用其扩张极大的股份购买实体活性资产。

在这种情况下能说股市作为与投资者相匹配的有效对等物在起作用吗？事实上，募集资本的整个过程已在其最高点开始出现拐点并能够让没有资源的公司购并有资源的公司。公司通过股市的估值实施并购，股市的估值被可能在当下受股市投资者追捧的公司所赚取的利润预期夸大，使其大大脱离现实。紧随此类合并的必然是残酷的现实，合并公司的股价马上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大跌，与此同时，有人不断提出有关合并成功的一方可能会给新公司带来何种利益等问题。

除了牛市高潮时出现的可疑交易外，股市继续为企业募集资金。在美国的纳斯达克，兴奋常使判断变得不准确，但即使在这样的二级市场交易中，也不乏用现金创造较佳交易的可靠例证。从较早的历史看，19 世纪 90 年代，股市明显在促使美国经济从农业到工业的转型中起到了重要作用。然而，股市大体上已经成为除融资中心之外的其他场所，其交易资金一经运作，股市的功能便集中在了交易资金的次要功能上。这使股市更易出现恐慌。股市与真正的交易和实体经济的日益分离定会造成股市更大的动荡，不过，有充分的理由认为股市会产生更大的动荡，尤其在考虑其他一些相对新的股市发展时。

在过去的几十年里，幸运的是，股市交易的操作方式确已发生变化。就市场所受到的影响方式以及为投资而提供的股票操作工具的类型而言，变化也非常大。我们现在就研究这方面的一些因素。

不稳定的因素：衍生工具交易

衍生工具的交易是个好的起点。顾名思义，衍生工具交易是指资产以股票为基础的金融产品的交易。在资产以股票为基础的情形下，衍生工具的价值与股价的预期波动相对应，或经常的情况是与整个股市指标相对应。涉及个股和股市指标存在大量的以期货合约为形式的股票衍生工具，并有认股权证提供机会在未来某个特定的日期以固定价格买入股票。于是就有许多种期权，类似于认股权证，但不强迫那些持有这些期权的人买入或卖出潜在资产。

过去债券只是一种简单的借贷融资形式，但如今可转换债券是很常见的，它能够使债券持有人将其债券转换为股票。这使债券市场更加接近衍生工具门类，并产生新的、异类的、在本质上与期市概念相联系的债券交易形式。

随着新型的衍生工具进入市场，衍生工具交易已逐渐变得复杂起来。在这些相对新的手段中，有与股票相联系的短期债券、本金保证短期债券、有担保的买入期权和有担保的卖出期权。这些手段以及其他形式的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既可以看做是对冲股票投资的方式，也可以视做是用相对少量预先支付的、以期大回报和冒大风险的资金的做股票方式。与股价捆绑在一起的这些手段的效果是创造出对主板股市、商品和金融市场不可避免地产生影响的次级市场。

尽管许多人似乎认为衍生工具交易是一种新的投资形式，但情况并非如此。17 世纪的郁金香狂热的巨大泡沫实际上就是期货交易的产物。缴保证金买股票与衍生工具交易不太相同，但遵循的原则是相同的，因为这是基于投资者对未来股价的看法，保证金交易几乎也与股市一样古老。1929 年前的保证金交易量空前的高，其导致的结果却到了令人痛苦的程度。投资者面临远远不止投资的资本金损失，他们还得筹措资金应付保证金的追讨。假定他们无法筹集资金补上保证金，那就要卖掉越来越多的资产来筹资，如此一来就加剧了股价下跌的压力。20 世纪 20 年代的保证金交易几乎不是什么新鲜玩意；相反，它是股票投资的主流形式。新鲜的是新形式金融手段的推陈出新和此类推陈出新引起的惊恐。由普华永道(Price Waterhouse)会计公司在 1996 年出版的一份研究估计，理论上讲，估值在 19 万亿美元的衍生工具于 1994 年在标准 500 指数股票中发行。[11]这是个十分惊人的数据，这个数据使美国的国民生产总值显得相形见绌。

衍生工具的交易规模完全可以解释为什么所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)前首席经济学家、20 世纪 80 年代华尔街引用最多的人之一的亨利·考夫曼(Henry Kaufman)说他在研究衍生工具交易时，“假使出了什么问题，想不出其他任何领域具有全球性大破坏的潜力”。1987 年暴跌时任纽约储备银行(New York Reserve Bank)的前总裁吉拉尔德·科里根(Gerald Corrigan)表示了担忧，他说：“金融市场的日益复杂可能不是监控和管理风险最为高超的能力所能驾驭的。”[12]

联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘不赞同他的观点，格林斯潘看好衍生工具市场的发展，并赞同放开对其发展的控制。他的观点明显与诺贝尔经济学奖获得者默顿·米勒(Merton Miller)一致，米勒论述道：“与人们广泛理解的相反，衍生工具使世界变成了一个更加安全的地方，而不是危险的地方。”[13]

参与衍生工具交易的投资者将衍生工具交易当做一种保险或避险形式，或认为是如此。从某种程度上讲，也确实如此。在这种背景下，衍生工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具交易被认为是一种管理风险的机制。那些赞同此观点的人将衍生工具交易视做谨慎的避险形式，这种形式允许投资者有效地保证他们在衍生工具发行的市场里所作的交易是正常的。（衍生工具作为投资者多元化投资的一种形式所扮演的角色将在第七章中加以讨论。）

衍生工具交易对股市甚至可能具有中性影响。弗兰克林·爱德华（Franklin Edwards）已经注意到，1987 年，当衍生工具交易和程式交易被文章引用为是加重股市暴跌的主要原因时，全球其他股市下跌的水平或多或少与美国股市下跌的水平相当。然而"在美国以外，没有重要的股指期货市场，没有投资组合保险交易，也根本没有股指套利交易"。[14]

爱德华的观点得到了另一项对 1987 年华尔街暴跌研究的佐证。这项研究发现，暴跌与期货市场的行为是接踵而现的，即期货市场的行为并不引领货币市场的行为。"如果非交易因素不从标准 500 指数中剔除，那么对 1987 年 10 月 12 日至 19 日一个多星期内的期货价格领先股价的数据分析就明显言过其实了。"报告的作者们指出。[15] 非交易是指股市由于大量的订单无法处理而导致的周期性市场冻结。这项研究对另一项研究提出了挑战，作者们认为另一项研究由于综合体中包括非交易周期而被歪曲，从而允许在这些周期内被冻结的价格出现误差。他们认为如果这一点从综合体中去除，那么货币市场价格就会下跌，而期货市场不会给其任何帮助。

此问题的证据备受争议。然而仍然很难找到证据证明衍生工具交易真的可以使股市不稳定到了暴跌的程度。

不稳定的因素：对冲基金

虽然第一只对冲基金在 1949 年以前就已建立多年，但对冲基金经理人是最活跃的衍生工具玩家，他们在 20 世纪 80 年代最引人注目。几十年里，对冲基金的数目大幅增加，到 20 世纪 80 年代对冲基金一跃成为新闻报道的头版头条。使对冲基金引人注目的原因据说是有人通过这些基金已获得了暴利，因为这些对冲基金全盘分析行情后，对行情是否涨跌做出明智的判断，然后在衍生工具市场里利用这些判断做出决定。对冲基金的优点在于：从上涨行情和下跌行情中都能赚大钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起先，对冲基金的设计是完成其名字所示的目的，即用一个市场的多头部位(买进)或空头部位(卖出)规避另一市场的每一部位的风险。这意味着随着行情的发展，基金经理人可以在行情迅速上涨时将基金转换为多头或空头部位以期获利。对冲基金被指责是引起亚洲金融危机的祸首。对冲基金使流动资金市场的资金枯竭并大量购进蓝筹股，以便给予那些投机当地货币的人"迎头痛击"。香港当局认为投机者对股市实施双杀，既抛空股票又抛空货币。此种共谋从未出现过，但是政府拼命地收购的确缓解了股市的压力，而且的的确确打击了那些持空头部位的人，虽然这种做法导致了新的、更长久的压力。[16] 最著名的对冲基金经理人也许是乔治·索罗斯(George Soros)，据说他在 1992 年 9 月投机英镑使"英格兰银行陷入困境"。不管英镑的疲软是否归咎于索罗斯，但很明显他的行为对英国货币产生了巨大的冲击。

索罗斯在英镑上大赚了一笔，但他自己承认在 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机期间却输了一大笔钱。这一倒退与美国最大的对冲基金之一的长期资本管理基金(LTCM)所招致的更大的损失相比，只是小巫见大巫，这家对冲基金在 1998 年到了濒临倒闭的地步，当时它有1 250亿美元的债务，这个数字比大多数小国家的财政储备还要大。

长期资本管理基金的问题症结在于它参与了高举债交易。此类交易已帮助对冲基金在有利时机赚了大钱。这种交易往往负债高，用相对少量的资金持仓，如果他们的赌押对了，这些少量的资金可以转变为较大的资金，这个事实可以解释为什么利润如此高的原因。[另一种形式的高举债交易也是当时普遍的，即融资买入(LBOs)。这些交易的成功与某些对冲基金形成鲜明的对比，因为许多交易涉及公司经理人控股自己的公司。换言之，购买他们非常熟悉的实体资产并使其运转来赚大钱。]

高举债交易以及在一系列资产市场进行交易的能力(有时候交易相当复杂)使对冲基金具有了一种强劲的投资形象，深受市场玩家的青睐，这些市场玩家将自己看成是游荡于金融市场的致命猎手。尽管这种形象吸引了许多高身价的投资者，但也引来了大批急于投资的经理人，他们厌倦了老市场，喜欢复杂交易的挑战。他们通常参与衍生工具交易。所有基金经理人均认为他们的基金的表现是基于他们的技巧。然而更加传统的基金经理人仅利用牛市行情就赚得了不菲的利润。对冲基金经理人不能只依靠行情的上涨；的确，他们经常在下跌的行情中做到最好，能够做到最好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因是因为他们操纵基金的方式是自由的，有时他们在进一步下跌的压力下重仓操作。

这种开动脑筋运用行情寻找机会的挑战不仅使基金经理人获益，而且也会带来特殊的经济利益。许多基金经理人的工作是建立在相当于基金年利润的 15%～25%奖金的基础上的。好的时候，1%～2%的几乎不相关的基金管理费用成为了这个奖金的标准年费。

进入到基金的大资金，强劲投资的气氛以及为投机找到更有独创性的衍生工具的兴奋将对冲基金经理人的活动置于一个不同的平台。就是这个平台使得这些股市更加远离了它们最终应该反映的资产。

然而，一方面有证据表明，对冲基金经理人的操作方式明显背离了他们投资的潜在资产，另一方面显示他们对股市不稳定负有责任。他们的行为可能对已经形成的趋势起到了推波助澜的作用，如在行情下跌时清仓卖空。不过，几乎没有证据证明对冲基金的行为的确引发了这种趋势。因此，对于不断出现的对冲基金黑幕，想找出过多的事实依据并不容易。

不稳定的因素：投资组合保险

每当股市下跌，就开始寻找替罪羊。这在 1987 年的暴跌（有史以来最大的暴跌）之后显得尤为明显。从这次暴跌中冒出来的最著名的替罪羊之一是一个叫投资组合保险的。在里根总统建立的总统授权报告书中对投资组合保险的非法交易有非常突出的描述，这种突出描述旨在探寻这次暴跌的原因，并确定需采取何种措施以避免此类交易重蹈覆辙。总统特别行动小组（Presidential Task Force）对市场机制所作的报告成为了有名的布雷迪报告（Brady Report），此名取自于行动小组的主席尼古拉 · 布雷迪（Nicholas Brady）。1998 年出版的这份报告总结道，由于“几家机构的行为加剧了股市的下跌，所以（它）说明了市场的脆弱性，在这个股市中个人拥有 60%的股票”。[17]

这份报告指出，股市的最初下跌“引起了一批运用投资组合保险策略的机构以及一小批对偿还债务做出反应的共同基金的机械式的、缺乏价格感的抛售”。这些机构参与股票市场或现金市场以及期货市场。“期货市场卖空的压力由指数套利交易传到了股票市场。”[18]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合保险听起来似乎是某种以保险精算为基础的东西，但事实上这与保险精算毫不相干。保险成分是由股票中的对冲投资所提供的，其方式是通过购买投资组合的卖权或获得期权合同来"平仓"投资组合。

在这种情况下，买进卖权是以股价下跌为期盼的。卖权给予买主权利，而不是义务，在固定的时间内以固定的价格出售股票给期权签署人。

事实上，以各种形式出现的投资组合保险几乎就是在股票下跌时抛售股票的一种方式。当然，事情并没有那么简单，所以这就是为什么集加利福尼亚大学海恩·勒兰德(Hyane Leland)和马克·鲁宾斯坦(Mark Rubinstein)两位教授的共同智慧才想出这个观点的原因。他们为了告诉投资者抛售股票或衍生工具的恰当时间以减少损失而设计了一个数学公式。减少损失的概念几乎不是什么新东西，但在期货市场上以对冲形式增加的某种平仓补充到了旧概念中。1987 年，大批大机构投资者开始使用这个概念，于是这个概念便时髦起来。到暴跌时为止，投资组合保险"补进"了市值为 600 亿美元的股票。

暴跌有效地彻底否定了投资组合保险这个概念。否定这个概念的部分原因是，这个概念表明，压力下的股市变化不足以适应暴跌市场与期货市场的同步交易。更重要的事实是，当压力渐渐增大时，大机构便惊慌失措并放弃在暴跌市场和期货市场上的双重交易，干脆全部抛售。然而在这之前，很明显投资组合保险交易对下跌起到了推波助澜的作用。但说到投资组合保险是 1987 年暴跌的原因，就完全是另一回事了。此外，我们有趣地发现，暴跌后所进行的研究中只发现为数不多(5.5%)的机构投资者愿意承认曾使用过投资组合保险计划。[19]

不稳定的因素：动量投资

尽管投资组合保险已有效消亡，但可以说它仍然部分地以动量投资的形式继续存在，这种形式在 20 世纪 90 年代繁荣期间特别受白天交易人欢迎。简言之，这是一个与流量相匹配的理论：它鼓励在股票处于上升通道时买进并在股票处于震荡下行时卖出。这个理论与那些认为只有通过朝相反方向找到牧群才能赚到钱的人的观点相对立。然而牛市中紧跟趋势不能不说是它的优点，而且，由于动量投资创造自己的动量，因此这个策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有许多追随者。与他们相信投资组合保险的前辈们一样，动量投资者尽量强调股市的波动性并扩大股市的不稳定性。

不稳定的因素：程序控制交易

动量交易和投资组合保险与程序控制交易（交易由电脑程序控制，当股价到达一定的位置时，电脑程序自动发出买进卖出的指令）的大部分特点相同。程序控制交易占华尔街特别大的成交量。到 2000 年为止，程序控制交易约占总交易量的 27%。[20] 由于这种形式的交易的出现，错误地将股市描绘为电脑主宰的市场，这主要是因为电脑是不会说话的机器，它需要人的智慧才能运作起来。如其名字的含义所示，程序控制交易是基于程序大师们所开发的程序，程序大师们一直认为，行情所到之处就是关键的买卖点。这种程序确确实实就几乎是以机械的方式应用这些观点。

不稳定的因素：新技术

技术的进步一直对股市的运作起重要的作用。20 世纪 20 年代，不断普及的电话很快被股票推销人暂时用来推销股票和接受订单。20 世纪 90 年代，互联网的发展是一场大的革命，这场革命使得交易容易起来，并且让个人投资者接触到了先前只能由机构投资者独享的那种信息。来自纽约证券交易所的数据显示，网上经纪业账户的日平均交易数字从 1997 年 3 月的每天96 002增长到了 2000 年 3 月的1 371 000之多。投资合伙人蔡斯（Chase）、汉姆布雷切特（Hambrecht）、魁斯特（Quest）估计，在 1999 年的最后 3 个月里，网上交易占华尔街总交易量的 17.6%，并且在 2000 年的第一季度，交易量上升到 20.6%。[21]

更加简便的入市方式既增加了交易量，也增加了交易的不稳定性，在纳斯达克上市的以高科技行业为主的股票更是如此。在 1980～1989 年这段时间内，纳斯达克股票的年平均成交量（股票换手的百分比）为 91.8%。在 1995～1999 年这段时间内，年平均成交率上升至接近 252%。在主板市场上，成交量也从早期的 51.5%升至后期的 67%以上。到 20 世纪 90 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代末，1999年牛市的主板成交量为78%。全球其他股市的股票都在快速地买进卖出。在伦敦，1998年的成交量达到了79%，在巴黎，成交量是67%，而法兰克福股市超过所有的股市，股票买卖的换手率为289%。[22]

牛市总是增加交易量但不一定增加波动幅度。然而，幸亏有了互联网，一种新的因素以白天交易的形式开始发挥作用，这在20世纪90年代期间得到了很大的发展。证券交易委员会(The Securities and Exchange Commission)发现美国的网上证券交易账户个数在1997年是370万个，两年后增加到了970万个。白天交易人，如其名字所示，不是长期的投资者。他们白天进行交易，或者甚至按分钟来交易，分多次抛售相对少量的股票。他们的大批出现增加了华尔街每天行情的波动性(在伦敦这样的地方，增加的波动性则小得多)。然而，白天交易确是牛市的一种现象。牛市结束，许多白天交易人也就离开了股市。

权力的集中

尽管白天交易人总在报纸的头版头条，但是股市真正的权力正在不断地转移到机构投资者那里。机构投资者比散户提前得到信息，并有市场实力提前完成交易。大机构交易者让人望而生畏，因为所有的权力都集中在几个机构手里。50年前，华尔街90%的上市股票为个人持有。1998年，个人持有的股票只占股市的41%。[23]但个人持股数已经增加，特别是20世纪90年代牛市之后。1989年，美国有2 700万个人股东；到1998年为止，这个数字增加到了3 380万。[24]与此同时，越来越多的资金涌入互助基金(或者英国人所熟知的信托公司)，更多的资金进入养老基金，还有更多的资金进入到了人寿保险计划。虽然这意味着个人投资者对股市起间接的、相对较大的作用，但是他们把基金的权力委托给相对少数的人，而这些人不比非专业的股市参与者高明多少，同样容易犯错误。

所以不禁要问，基金经理人在过去和现在是否比个体交易者在驾驭不断增加的巨额资金方面做得更好？假使投资者若是相信铺天盖地的、大夸特夸基金经理的水平的广告，那么其可能得到的结论是，股市投资是一个留给基金经理人去做的买卖。但是，有关互助基金表现的经典研究显示(这项研究是基于1955～1964年期间对115家基金所作的调查)，平均而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，基金经理人不仅没有跑赢大市，而且一旦考虑其管理费用，投资互助基金的回报就少于直接投资股市的回报。涵盖了1968～1977年这一时期的另一项研究更加广泛地审视了1 200家专业的投资组合经理人。研究表明，他们充其量只能赢得股市约1.5%的回报率。[25] 1985年，《商业周刊》(*Business Week*)出版了由基金评估机构(Funds Evaluation Services)所作的一项调查，调查显示，在1975～1984年间，大部分美国的金融管理者们每年所获得的回报均低于平均指标。1984年是最糟糕的一年，74%的经理人其回报低于指标。总体上讲，在这段时期内，56%的基金经理人的回报低于蓝筹指标。[26]

对基金经理人过于苛刻可能有失公允，因为根本就找不到一套不断超过指标的娴熟技巧。伯顿·麦基尔(Burton Malkiel)在《漫步华尔街》(*A Random Walk Down Wall Street*)中评论道："还收集不到科学证据证明，作为集体的专业管理的投资组合的投资业绩比任选的投资组合好。"[27]自从麦基尔在1973年做了这一率直的评论以后，经常有人追问他这一评论20年后是否仍然具有效力。麦基尔高兴地回答说，他没有必要改变他的观点，因为在1974～1994年这一期间，2/3的专业管理的投资组合未能成功地跑赢没有管理的标准普尔500指数。

当然，某些个人基金经理人不仅跑赢了平均指数，并且非常成功(尽管即使是最好的个人基金管理人也会觉得很难保持这样的业绩)，但这并不重要。更重要的是他们所应用的权力。他们虽只是零星地跑赢了大市但仍然在应用这种巨大权力，这一事实表明，他们在压力下可能与外行一样：恐慌。

虽然一些有限的证据表明，专业金融管理人做出的反应在某种程度上有别于散户投资者，但更加引人注目的是他们的群体本能。这一点将在第六章中详加讨论。不过，对现在来讲，我们只能说群体的影响对相对小的基金管理圈来说是巨大的。这主要是因为客户的压力：客户往往采取对抗趋势的策略提防管理人。恐慌之时，许多互助基金持有人想退出，因此，基金管理人被迫抛售股票以补偿赎回资金。也许基金管理人的相对糟糕的业绩只不过是他们客户预料中的反应而已。

然而即使怪罪客户(服务业中众所周知的癖习，这一事例可能证明了这一点)，但不能够回避基金经理人往往以一种不正常的方式聚会这样令人烦恼的事实。开始，他们经常以互相非常接近的方式工作。他们紧张地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盯着同一基准，并以此基准来判断他们的业绩。如同所有其他的组织一样，他们用相同的行话来交谈并使用外人听不懂的简略口头表达方式。

每个人的行为都是相同的，这一事实说明为什么行情如此运作的原因了，可是，这里的新要素是权力的集中。即使我们忽略“权力腐败”的基本原理，但似乎有理由说明掌握在相对少数人手里的权力让那些置身于这个魔圈之外的人更加无能为力。

表 4—2 显示了美国托管基金的巨大增长是如何导致管理这些基金的人对行情支配的。

表 4—2　　华尔街基金管理的发展

基金类型	—— 持股百分比 ——		
	1950 年	1970 年	1998 年
共同基金	2.0	4.1	11.3
州和地方政府的退休计划	0.0	1.2	11.4
个人养老基金	0.0	0.0	8.9
银行个人信托与财产	0.0	10.9	3.8
个人养老金固定津贴	0.8	8.0	5.6
非家庭拥有的共同基金	0.0	0.6	5.0
人寿保险基金	1.3	1.5	3.5
总计	4.1	26.3	49.5

资料来源：Adapted from Table 16 in New York Stock Exchange, *Shareownership* 2000。

自 1970 年起的 20 年中，基金经理人对行情的控制几乎增加了一倍，是 1950 年的 12 倍还多。那些控制行情的人是行情制造者。之所以如此并不是由于技术原因，即不是因为他们有权力先于其他任何人做成交易，而是因为他们交易的手法确定了趋势。

投资银行的兴起

基金管理人权力兴起的时间与投资银行（就是英国的商业银行）权力增长的时间基本一致，前者略先于后者。尽管英国可能会声称此种形式的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行是他们首先建立的。投资银行迎合了各公司的需要，协助其融资，安排合并和借贷等，但是作为独立实体的英国银行已名存实亡。美国的投资银行保证了这个世界市场的霸主地位的安全。

20 世纪 80 年代前，美国投资银行无权销售股票，然而限制取消后，同样的限制在英国也消失了。投资银行不仅成为了新股票的发行人、证券承销商、寻求进入投资市场的公司的主要咨询机构，并且成为了主要的股票交易人和股票信息的主要提供者。

随着投资银行权力的增大，公众完全有理由相信，他们为阻止银行各行之间的利益冲突建起了“中国城墙”。这些城墙被认为在将股票经纪商与银行融资部门分开起特别强大的作用，因为这些部门的任何一个都在与具有不同潜在利益的股票交易者打交道。甚至在参与交易的股票经纪这一方的范围内，也被认为在那些从事股市分析的人与股票承销人以及与墙另一面的股票发行方的人之间有严格的屏障。

在 20 世纪 90 年代牛市期间，这些墙不断地受到压力，因为银行的融资分行从新股发行中所赚取的利润远远大于股票经纪人由于竞争的不断升级而赚取的越来越少的盈利。投资银行中真正赚钱的人期望股票承销人推销他们代表客户发行的股票，因此据称银行中的分析师受命提供协助性报告以增加对这些股票的需求量。即使他们不发布热情洋溢的“买进”推荐，他们肯定不希望对实际和潜在的客户发布“卖出”的建议。

2002 年初，事态发展到了关键时刻，这时候纽约州司法部长（New York Attorney General）艾略特·斯皮茨尔（Eliot Spitzer）对投资银行美林证券的研究部门展开了调查。他声称他的头 10 个月的调查显示，为了保护投资银行业的安全，美林证券的研究部门蓄意发表误导性报告以刺激购买由银行赞助的公司的股票。他发现了一些电子邮件，在这些邮件中，分析师对他们推荐给客户的股票不屑一顾。斯皮茨尔用一句注定成为名言的短句将此类情况描述为“一种用华尔街最具诚信的名字实施骇人听闻的诚信背叛”。美林证券否认了这些指控，但在 2002 年 5 月达成了庭外和解，美林支付了 100 万美元，并发表了悔过声明。美林同时同意将分析师的报酬与给予投资客户服务以外的任何收入分开，并采取了其他各种措施来监控他们的工作。次月，美林宣布，由于一种诱人的新要素引进了分析师如何表现的综合体中，所以美林分析师的报酬将与预测的准确性挂钩。

斯皮茨尔还调查了其他投资银行的活动，现已提议要将银行的证券研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究活动与参与交易的投资银行一方分开。

对美林采取的行动具有讽刺意味的是，公司的创建人之一查尔斯·梅里尔(Charles Merrill)是所谓"人民资本主义"的先驱，他所设计的交易是用来吸引小投资者进入股市的。在提供投资建议方面，即使只对客户有好处而对自己的公司没有利润，他也是大公无私，声名在外。就在1929年大崩盘之前的一年多，他在给客户的信中这样写道："我们不要求你们不加区别地抛售股票，但是我们用清楚而果断的语言建议你们利用好目前的高价理好自己的资产。"[28]很难想像美林的任何一个分析师在1999年会发布如此建议。1929年大崩盘过了约20年后，梅里尔的公司变成了一个大型公司，他写信给他的新合伙人说："大批的潜在投资者和投机者令人不安，他们怀疑证券业的动机和交易以及参与其中的人。"[29]

查尔斯·梅里尔似乎是隔着坟堆与斯皮茨尔交谈。尽管美林证券并不是引起怀疑的惟一一家，同时其创始人在20世纪40年代也提醒过会产生这种怀疑，但在这里非预期后果规律似乎在起作用。

还没等斯皮茨尔决定起诉，美林的案件就成为了关注的焦点，并引起广泛的讨论。这种关注不只限于美国。由财经新闻专线布隆伯格(Bloomberg)2001年在英国所作的调查发现，约78%为30家英国最大的公司工作的企业经纪商(英国的一种独特的商业协议，协议中公司委托股票经纪人做企业的金融顾问，确保按规章行事)能够为客户提供正面的建议。这与其他经纪商的建议形成了反差，包括企业经纪商在内的其他经纪商只有47%对这些公司提供正面建议。没有一家经纪商对其客户的股票提供"卖出"建议。[30]

从总体上讲，对股票提供"卖出"建议的倾向在最近的几年里锐减。扎克斯投资研究公司(Zachs Investment Research)研究了1999年分析师对6 000种股票的建议，发现只有1%的建议确定为"卖出"建议，69.5%为"买入"建议，29.5%被视为"持有"。假如提早10年，"卖出"的建议就是华尔街牛市结束时"卖出"建议的9倍了。[31]

有人可能认为，经纪商的分析师们建议什么并不重要，因为股票购买人会自己做出决定。然而有大量的证据表明，这些建议的确对行情产生了巨大的影响。1984年，35家与伦敦证券交易所上市的约200只大量交易的股票有关联的股票经纪商对4 000只股票所作的收益预测发现，基于这些建议的交易高出其他交易2.2%。有趣的是，这项研究的作者认为这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪商预测的极为近似性并不是共谋，而是基于同样信息的客观工作。[32]

1984年，这份研究的开展之时正是行情远远不如20世纪90年代热衷投机的年代那样令人欣快的时期。股票分析师(网络股票的推销者)，尤其是那些持牛市观点的人，如高盛公司(Goldman Sachs & Co.)的艾比·约瑟夫· 科恩(Abby Joseph Cohen)和美林证券的亨利·布洛吉特(Henry Blodget)，是舆论媒介的宠儿。他们的评论经常被引用，并被邀请安慰投资者：买进股票是正确的。发布牛市预测的分析师让他们促销的公司喜出望外，同时让那些看到自己股票升值的投资者高兴。他们的预测成了不证自明的预言，因为这些预测不再是局限于小范围发行的报告，而是成为了媒体公开的重要报道，并且得到电视台如专门报道金融消息的CNBC财经电视台的大加渲染。与此同时，报纸在削减枯燥的内容(如非洲的大饥荒)的同时扩大了财经报道版面。

持有牛市观点表现了良好的团队精神，同时说明了新的样板受到这些具有超前思维个人的追捧。他们分析的"价值"不再由真正的企业业绩来衡量。其重要性不是公司在做什么，而是其他分析师认为他们在做什么。因此，公司不是因为满足分析师的预测而是因为避开其他分析师为股价表现预测的基准而受到赞赏。20世纪90年代的股市已不再是带有旧式经济烦恼的懦弱主人的天堂。有太多的人津津乐道于吹捧市场，他们对那些表达怀疑的人非常有耐心。吹捧始于高层领导。在白宫，克林顿总统似乎既十分高兴又茫然地在操控着一次巨大的、使国民更加富裕的经济繁荣，经济繁荣很可能使他连任，他的任期正好与经济繁荣巧合。联邦储备委员会的艾伦·格林斯潘被视做是繁荣的担保人。上市公司的经理们对不断增值的职工认股权忧心忡忡，他们相信自己的天才一定会让每个人发财。与此同时，投资银行在从新股发行中以及从处理合并和股票交易中淘金。

由于先前对私人交易或为自己的账户交易一直心怀谨慎，所以投资银行、股票经纪人和基金经理人涌入股市做他们个人的交易。更加糟糕的是，大批的个体经理人以及其他市场专业人士均忙于自己的账户交易。由于此时在许多组织中这种交易被禁止，当下更是被广泛禁止，所以很难说，除了偶然出现的交易外，这种交易在多大程度上仍然还在进行。个人交易是个问题，因为这种交易吸引了应该为别人赚钱的人的注意力，在某些情况下，在他们抢先在客户之前下单时，这种交易会损害客户的利益。在极端的情况下，客户的基金被占用，以便用来为他们个人快速赚取差价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就大多数立法中的法律和法规而言，企业个人交易在过去以及现在都是被完全认可的。然而客户可能得到建议将他们的持仓量与银行和股票经纪人的持仓量保持一致，因此当所持仓位与客户所持有的仓位保持一致时，这种交易就会引起利益冲突。假如甚至那些所谓的专业咨询人士都得不到信任而保持沉默并避开威胁客户利益的交易，那么让这个市场变得完全理性还有什么希望呢？

尼尔·巴斯基(Neil Barsky)从记者转行为基金经理人，他怀着偏见看待这一群体，他对在泡沫破灭时投资者所面临的命运是否应该更好一些提出了质疑。他写道：

> 现实情况是，诸如美林受中伤的布洛吉特先生这样的华尔街研究分析师，只是充当了美国股市对为数不多的精英表示极度愤怒的街头公告员。有选择权的企业执行官双眼紧盯着自己股票的价格，设法使华尔街所有的人高兴。会计们极愿给予公司所要求的一切行动自由。那么投资者呢？如果我说的听起来没有同情心，请原谅，不过，我想不起基金经理人在首次上市的新股总会单日爆出100%的买盘时埋怨华尔街众人皆知的利益冲突。[33]

要停止这种走马灯似的活动，巴斯基提出了他的方法，其中之一就是强迫投资者接受他们自己所犯错误的责任。他认为公司应停止发布盈利指导，分析人士应停止推荐股票，投资者应该自己根据得到的材料做出决定。

倘若有可能巴斯基的建议不被接受，那么许多高收入的人就会发觉自己在享受更多闲暇时就不会舒心快乐。难怪他们没有准备接受这些建议。

股票期权病毒

不断壮大的、对股价下跌更加不热心的一族是那些持有雇用他们的公司的股票期权的人。国家雇员所有权中心(The National Center for Employee Ownership)估计，到20世纪90年代结束为止，会有1 000万美国雇员持有股票期权。听起来好像新的股票所有权民主即将问世，但事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数这些股票期权掌握在资深管理层手中，他们将这些期权视为他们组合报酬中的主要组成部分。股票期权，如沃伦·巴菲特评论的那样，不是分摊财富、激发更积极的动机来提高生产率，而是激发夸大收益的强烈动机。

这并非小事。由对标准普尔500指数中的公司所作的调查发现，如果股票期权的赠与被当做支出费用，这些公司2001年的综合盈利就会降低23%。这并不只是美国的问题，另一项由德莱克瓦(Dresdner Kleinwort Wasserstein)投资银行所作的调查发现，在欧洲，未将股票期权算做费用支出的公司使得它们在2001年夸大了23%的盈利，2000年夸大了11%。[34] 2002年5月，标准普尔为了股市比率，考虑改变它计算盈利的方式，以便将公司的期权当做一种费用支出而不是盈利。这项提议与美国参议院的卡尔·勒文(Karl Levin)和约翰·麦考凯因(John McCain)所提的所谓“中止股市期权双重标准”(Ending the Double Standard for Stock Options)法案并行不悖，这个法案将强迫公司将期权算做一种费用或放弃股票期权持有人应有的税务减免。对股票期权的关注不只局限于美国；在英国，国际会计标准委员会(International Accounting Standards Board)2002年开始研究新的规则，照搬美国将股票期权当做费用支出而不是盈利的办法。

我们将在第八章中再讨论这个问题，同时对盈利数字如何被歪曲予以更加综合的讨论。

传染性贪婪

由于主要是依赖公司股票的价值，而不是依靠其赚取的真正利润，因此主要工作就集中在了操控股价上，这种操控甚至到了大范围欺诈的程度，据说这就是安然公司垮台的原因。持反对意见的基金经理人杰里米·格兰萨姆(Jeremy Grantham)在2000年7月发表讲话说：“由于股票期权，这个时期的牛市阴谋规模远远超过了以往任何时候。股票期权并不预示着资深经理人发财了。股票期权预示着他们赚黑钱。当今数亿计的美元从股东手里转移到了高层管理人手里。”[35]

联邦储备委员会主席艾伦·格林斯潘一直是自由市场的拥护者和他认为的市场过度监管的反对者，但甚至连他都对股票期权病毒和其他形式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的会计违规行为感到十分着急，他呼吁对高层管理人实行严厉的处罚。格林斯潘曾在1996年警告过，他说始终存在着“非理性繁荣”，但在2002年7月的一次对国会的演讲中，他谈到了“传染性贪婪”的危险。他说20世纪90年代的繁荣已经造成了“贪婪机会的特大增长”。他补充说：“并不是因为人（变得）比过去的几代人更加贪婪。而是因为表现贪婪的方式已经发生了巨大的变化。”

20世纪90年代牛市行情的结束看上去有因2001年9月17日华尔街在“9・11”恐怖袭击后重新开市后的行情大跌而加速的迹象，然而剧跌却相对轻松地来了个反转。持续大势的缺乏帮助遮盖了一种更加缓慢而损害性更大的阴跌，到2002年年中，这种阴跌效应使得美国股市从2000年3月24日到达的高点开始持续下跌，其跌幅最终超过了40%。股价的这种持续稳步的损失已经导致了第二次世界大战以来第二大下跌。有迹象表明，小投资者反应尤其强烈，他们不再迷恋股票。2002年7月，美国投资者破天荒地从美国股市基金中抽出500亿美元的资金，这是有史以来在单个月中抽出资金最大的一次。如此高位兑现给股市增加了额外的压力，因为基金经理人被迫抛掉股票来补偿赎回的资金，同时说明一种倾向，即华尔街的肌体已处于病态，起码短期内是病态。

从华尔街传到其他股市的股价持续下滑给那些在行情大踏步向下运行时实际不存在的股东带来了复杂的挑战。最担心的是内在不稳定的新力量正在被建构成各种制度，从而撼动股市的根基并威胁和破坏股市的传统复原力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　交易者与基金经理人

在牛市明显结束并剧烈下跌时股民对恐慌做出何种反应，他们又有何种策略来避免恐慌的后果呢？一旦理论被搁置一边以及对股市暴跌原因的令人厌烦的争论言尽论绝，这些问题才需提出。为了探讨这个问题，我对两位最主要的股市专业人士进行了深入的采访，这两位专业人士在股市恐慌时直接负责管理了大笔资金。

很明显，两个人根本不可能代表由形形色色个体组成的这样一个群体，而且企图将经验归为一种模式是否会得出见解深刻的信息也是不确定的。我选定的这两个人仅仅是最先看到真实情况并具有足够股市经验的人，他们能够对股市做出一定的合理判断。像其他股市专业人士一样，他们对股市的运作以及金融管理人该如何应付这种运作同样具有坚定的看法。设计本章便是想表述他们独特的知识和经验。

交易者：沃伦·普雷汉克

沃伦·普雷汉克（Warren Primhak），38岁，是德意志银行（Deutsche Bank）的分支机构德意志亚洲证券亚洲太平洋公司（Asia Pacific）（前日本公司）现金交易的负责人。他是一位货真价实的交易者，是从最底层开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解股票交易的。他通过自己的才智和经验获得了股市惊人的知识，并一路奋斗到了资深交易者的位置。

在投资业中似乎存在一种官与兵的区别，这反映在那些交易股票以及那些管理和分析股市的人的社会背景和教育中。这一点在本章中的这两位身上反映得非常突出。

普雷汉克是伦敦人，说话速度快，头脑反应敏捷，尽管他一直在海外工作，但是他仍然满口伦敦腔。他总是粗话连篇，而这在比较文雅的投资银行圈内不太受欢迎。

他开始为专做美国股票的英国股票经纪人斯宾塞·桑顿(Spenser Thornton)当信息员。他从这次经历中所获得的永久性感想是实现结算的价值。换言之，即用所有的书面工作恰如其分地进行和完成交易的细致工作。当他一步一步地向上奋斗的时候，他发现这是“人们想当然的一部分工作，是削减费用实践中首先出问题的地方，不过这是你的确需要人们具有长期工作经验的地方。如有差错，你会在这个地方输掉大量的资金”。在巨大交易量的压力下出错的几率非常大，普雷汉克讲道。他说，在有压力的时候，股票经纪人最易受损也最有可能惹麻烦。

1983 年，他加盟到了一家世界领先的专事保监服务的富道银行(State Street Bank)，于是他对此的体验更深了。过了一年，普雷汉克转到霸菱银行远东分行(Barring Bank Far East)，在那里，他开始在交易部门工作，后在 1985 年转到了交易席工作。

当时，在股票的买卖者和交易者之间存在着更多的直接联系。现在，他说，链条上可能有 8 个人，包括基金经理人、分析师、销售经理、中央交易席位等。每一方对交易均能提出不同见解。在恐慌之时，两件事可能发生：其一，他们都可能抱同一观念，即认输的时候到了，并相互确认此种看法；其二，有许多人参与买卖的实际情况可能会使得在需要采取行动的时候延缓决定的做出。普雷汉克非常喜欢各方的集体智慧转向认输的时刻。他说：“这是买进的时机。”

然而，在 1985 年，当时他还没有足够的信心做出此种判断。幸运的是，他有一位化名为克里斯蒂夫·希思(Christopher Heath)的顾问，在这位顾问的领导下霸菱银行在亚洲股市上创出了自己的品牌，尤其在日本股市，希思判断非常准确，他认为日本股市正在酝酿一次大牛市。普雷汉克在交易者中脱颖而出，于是被调往东京负责交易席的工作，正好赶上 1987

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的股市暴跌。复苏很快，但普雷汉克后来发现自己遇到了新的危机，以他个人看，痛苦之极，他被限制在了自己的公司。1995 年，尼克·里森的流氓交易活动使得霸菱银行陷入了瘫痪。到那时为止，普雷汉克是总部设在中国香港的亚洲交易区的总负责人。尽管许多其他管理人员离开了公司，但他仍然留下来协助整理银行瘫痪留下的烂摊子。烂摊子收拾好后不久，他陷入了另一场危机，泰铢在 1997 年的贬值是这场危机的导火索，其主要副作用是影响了亚洲股市。

当下，普雷汉克受聘于德意志亚洲证券，是日本以外亚太地区的现金交易负责人。他负责从蓝筹股到上限股票的一切交易和执行。普雷汉克与同僚们坐在香港的长江实业中心(Cheung Kong Centre)56 楼的敞开式平面交易室内。从交易室俯视海港，景色十分迷人，但交易室的人很少注意这一景色，假如他们抬头看，更有可能是扫视一下挂着的、转播美国有线电视网(CNN)和 CNBC 财经电视台的巨大电视屏幕。

普雷汉克的桌子上放着 4 台电脑，他大部分的时间用在了点击其中的 2 台电脑屏幕上，与此同时，他高声叫买叫卖，对着与海外交易室相连的话筒讲话，接听其他电话以及抽空与同事说说话。“你能够同时听四到五组交谈。”普雷汉克一边对着显示他的一笔交易的成功的显示屏满意地点头，一边说。他不时地喊出一个大单，他希望有许多人填此大单。“我有 100 万 (他指定的一种股票)要出手。”他喊道。几秒钟内，有人就带着填写了部分的卖单回来了。

钱就是通过进入股市以确保靠微小的百分点的交易的安全赚来的。交易者不把自己看成感伤主义者。普雷汉克也不例外：“我对任何事情的钟爱都不超过两秒钟。”他开玩笑地说。一分钟前还是廉价买进的股票突然又成了廉价卖出的股票了。

“我像管弦乐团的指挥一样。我叫喊、尖叫、叫嚷以及开玩笑。我把这件事做了重新安排，因为我们的工作就是重新安排交易。”

“抓时机是我们的工作，我们尽量创造条件，我们尽力在一定的股票中控制行情。为此，你需要熟练掌握信息，你需要知道在哪里提供资产折现。”这个游戏的名字将叫做“定价独裁者”。实现这一目的，先需跟踪相对少数的股票，然后确定“我们持有这些股票的量比其他人的要大。这意味着有这只股票交易的人不得不到你这儿来做交易”。普雷汉克听起来好斗，像鹰一样盯着他的交易位置，确保这种竞争不让他的交易者所保护的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置变得更好。

普雷汉克是三次股市大跌的过来人，亲身见证了由于里森不计后果的交易所导致的英国最著名的金融机构之一的分家。这使他的态度更加保守，与第一面给人的印象相去甚远。

普雷汉克不完全赞同地说："总体上说，我们交易圈的人是乐观的。因此非常情况发生时的真实情况是，你预想一种他们如此考虑的情景，因为股票已跌去很多，所以他们的情绪不可能再低下去。不过，事实上，他们的情绪可能低落，会低到 99%。"这就是为什么他感兴趣于股票的根本分析并十分清楚其风险，尤其是客户中存在的信贷风险。

1987 年，就在他刚到东京，全球所有的股市几乎一下子都在暴跌时，有关风险的学习曲线便加速变陡，令人不寒而栗。由于他从未经历过真正的危机，所以他根本就未做任何准备。如此没有经验的人不只普雷汉克一个人，因为他所在的交易室里坐满了新来的人，他们没有把握该怎么办，但起码认为危机用不了几天就降临了。"我毫无经验，因为我从未见过此类事，但我不敢相信我所谓的有经验的老板们的反应。"

没过多久，公司的交易者和管理层出现了重大分歧。毫无疑问这是令人惶恐的局面。"我来到交易室，眼前尽是卖单。根本没有买单。期货市场已彻底崩溃，没有止损制度(与现金市场不同，在现金市场中，一旦股市下跌一定的百分比，日本政府就会强行实施交易终止政策)我无计可施。"

即使在那时，他回忆道："还根本未意识到情况糟糕到什么程度，情况变得更加糟糕是因为我根本没有其他金融工具可以出售。"暴跌的头一天晚上，他与一位客户出去喝了一点酒。"我一生中精神从未有过这样的崩溃。那位客户实际上在发抖，因为他把所有的资金都投到了股市中。"普雷汉克的老板准确地说并未发抖，但"他们已是目瞪口呆。他们忙个不停地开会，同时等待海外来人，以想出应对之策"。由于全球的时间差，所以每天日本股市的开始交易最为重要；在日本的交易者不得不等上 8 个小时才能得到欧洲股市的信号，再等大约 5 个小时，纽约股市才开市。这使得具有大量海外客户的外国公司的分支机构处于特别不利的地位，因为他们没有参照公司总部的情况是不敢贸然行事的。

根据普雷汉克的说法，交易者得到的消息是，管理层最终想让他们做的事是定出价格(即提供买卖股票的价格)；"我们得知，假如压力增大，我们就制定非常不合理的价格"，这样就没人能够接受了。"管理层想继续操



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控局面，他们非常担心我们会被认为是有意煽动市场。”

另一方面，交易者“认为这是世界上最大的赚钱生意……假如你的确相信你做的事，这是个大好机会”。

虽然交易人说买、买、买，并获取认股权证，但“管理层却大声尖叫卖、卖、卖。我们损失了很多钱，我们没有得到认股权证”(一种低成本、高风险的投机股市大逆转的方法)。

交易者的观点仅用了一天就得到了证实，因为首次大跌就跌出了底线。“谁都想买进。”普雷汉克回忆。然后开始了大搜寻，寻找“是否有白痴在如此低的位置抛售期货”。

普雷汉克从 1987 年的暴跌中吸取的主要教训是：机会不缺，坐下来想一想情况的糟糕程度以及行情还会下跌多久，机会本来是可以得到的。假使思考的结果不令人沮丧，那么公司就应该靠自身的实力购进股票。霸菱银行有资金，应该有经验抓住那次机会。

现在我们知道，1987 年暴跌的影响并未持续很长时间。在亚洲，尤其在东亚，暴跌后很快出现了空前的繁荣，这使得股票价格飙升到了新的高点。普雷汉克先回到了伦敦，后又到香港监督伴随这次牛市的火暴交易。他在 1987 年危机中的经历和在日本的生活使他强烈地意识到了股市的不稳定性和不安全性。他非常担心日本会地震，1995 年 1 月 17 日，神户大地震时，他已做了准备。23 日日经 225 指数几乎下跌了 6%，过了十天下跌超过了 8%。在新加坡，霸菱银行在日经期货市场的疯狂投机受此次大跌影响损失惨重。这种损失完全是由尼克·里森一手执导所导致的，他是新加坡期货的总负责人，未经伦敦老板允许就擅自做主。地震一发生，普雷汉克就想好了要购进日本混凝土和与建筑相关的股票并把所有其他的股票悉数抛出。随后日本股市的持续下跌证实了这种方法的正确性，普雷汉克的压力更大了，事实上，霸菱银行的情况迅速恶化，他与其他留下来的人一起在荷兰控股的荷兰国际集团 (ING Groep NV)接管期间整理烂摊子。

在两年的亚洲股票交易经纪业的恢复期内，有迹象表明亚洲的繁荣走到了尽头。“因为我有了日本的经历，所以我总是觉得这儿的股市不合理。真荒唐，每个人都忙得不可开交，管理层却成天打高尔夫球，满大街跑的都是劳斯莱斯汽车。”在这种情况下，普雷汉克的策略就是一直做短线，换言之，他持空头立场。

这种策略本应有效，但在中国香港行不通，香港股市是除日本以外亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洲最活跃、资金进出最频繁的股市。随着亚洲金融危机日益深重，现金似乎形成了自由下落的态势，股票市场直线下跌，中国香港当局在 1998 年夏天决定阻止股市的进一步下跌，挫败了削弱当地货币的企图。其结果是当局持有约 10%的蓝筹股。“我确实受到了鼓舞。”普雷汉克说。持空头思想的人不得不争着抢着购买股票。这是一笔高昂的交易，这件事给人以另一个教训。“永远不要低估折现的力量。”在这之前，他一直不太重视折现力对股市的作用。这种当局对股市危机所做出的戏剧化反应，虽少见但说明了危机时刻不能漠视折现的危险性。

第三次大恐慌降临时，普雷汉克已经有了足够的经验。不过，9 月 11 日恐怖分子袭击美国时他碰巧在度假。他回忆说他的手机“闪得像圣诞树一样”，因为他的同事不停地打电话催他回交易室。这一次绝不是 1987 年危机的重现；最初，在袭击与华尔街股市重新开市间隔的这一段时间提供了仔细考虑该怎么办的机会。普雷汉克就是这样做的，即“更多地考虑制定紧急计划”。他开始考虑寻找机会。“这倒不是利用个人卖盘的问题，而是考虑我们应怎么买进的问题。”

普雷汉克像其他被大的国际金融公司聘用的职员一样，满脑子尽是世贸中心受袭的恐怖景象。普雷汉克想，假如银行的建筑设施像其他公司的建筑设施一样被毁掉，那么情况会怎么样呢？在这些由袭击所导致的新情况下，金融机构不得不开始在关注金融安全事宜的同时更多地关注其建筑设施的安全。

在华尔街关门期间，德意志证券（与其他主要的证券经纪商一样）决定设立全天 24 小时交易平台，为那些因纽约股市关门而无计可施的客户提供现金和折现服务。这意味着他们不得不开设自己的市场，价格未得到其他交易商的承认。这是一种风险，不过最后证明，可能没有关闭交易室以及任凭客户一天比一天着急却无计可施那样风险大。“并没有多少人利用这种服务，”普雷汉克回忆，“但是喜欢这种服务事实上的存在，它有助于阻止恐慌的继续。”大多数投资者的担心之一是他们会陷入无计可施的境地。德意志证券提供这种服务时，承诺说“如果你真的想抛出，我愿意接客户的盘，我在这儿提供折现”。

采取这些行动时，普雷汉克吸取了 1998 年和 1987 年的经验。在华尔街重新开市的前夜，他干了一整夜，为可能发生的任何情况做准备。但是，“这只是虎头蛇尾的事。”他回忆。当时既有买主申请单也有卖主申请单，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有大量的公司买单想买进他们本公司的股票。

重新开市暴跌后的股市迅速反弹使得后“9·11”暴跌成为了有史以来最短暂的暴跌。然而，普雷汉克一点儿也不敢相信，2001 年的暴跌可被视为周期循环的结束，为 20 世纪 90 年代的繁荣画上完美句号。相反，他认为“我们会看到比 1987 年暴跌更加糟糕的情况”。

交易者的敌人是自满，他说：“我真的认为干我们这一行自满是最糟糕的事。”“总是有一种倾向，认为过两天一切会好起来，然后又出现灾难。情况不总是让人满意的。你应该理解这一点。”

作为交易者，普雷汉克坚持认为只要你拒绝屈服于恐慌，那恐慌的后果是可以避免的。他对基本分析深信不疑。恐慌时出现的问题是，投资者忘记了最基本的东西，忽略了所谓的个体公司以及它们的管理。他十分注重研究材料，并赞同基于对公司所作的探访以及基于对公司实际经营的业务而不是公司报表中所称的经营业务的理性分析的旧式研究方式。

“假如你到了非卖不可的地步，”他说，“千万不要犹豫，卖掉。不要害怕抛掉股票是不正确的；抛掉，继续做该做的事。”有时候，这意味着继续抛出并在同一天买进同一股票。他坚定地认为成功的关键是严格。“就股票而言，对你所研究的东西，你必须非常认真。”作为交易者，你必须对这些公司非常熟悉。你必须尽力操控这些股票的行情。“假如你操控了这些股票，”他说，“那么你就能够预测行情的走向，就能够抓住高点和低点，并能够获得较佳的机会。”

在他看来，股市中每天都有恐慌的袭击。交易者的工作就是要学会如何应对这些恐慌，不被变化的情绪所左右。“我们干的是六便士也是钱的行业；人们忘记了昨天发生的事。”普雷汉克认为，盈利青睐那些记忆长久的人。

基金经理人：约翰·凯里

责怪 53 岁的约翰·凯里(John Carey)对历史一无所知是刻薄的。他最初是想从事学术研究的，所以他撰写了有关 1789 年革命前法国的司法改革的论文，并因此获得了博士学位。凯里一身严肃的打扮，不爱说话，为人做事保持低调，无论看上去或是听起来，他在人们心目中大概都是基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理人的典型形象。一句话，凯里是一位可靠的人。他是那种人们可将自己辛辛苦苦赚来的钱交给他并感到安全的人。他完全明白这些基金管理得好坏完全取决于他的工作，因此做这份工作绝不能太冒险。

尽管他完全可以做一名大学教授，但是股市的诱惑让他离开了学术生活，他加盟到了设在波士顿的先锋集团(Pioneer Group)，现在被意大利联合信贷银行(UniCredito Italiano)控股。2002 年年中，先锋集团管理的基金总计1 100亿美元。凯里是美国投资组合管理的负责人，他同时管理着公司旗下的两家最大的基金。凯里先就职于各种不同的企业如汽车、出版、广播和机床，然后，在 1979 年他到了先锋集团做分析师。1985 年，他调到本企业的基金管理部门，从事小规模股票基金。次年，他接掌了先锋基金的管理权，一直到现在。4 年后，他掌管着股票收入基金(Equity Income Fund)，这是另一个他亲自管理的基金。

当问及他为什么从分析转到基金管理时，他回答："研究俾斯麦和做俾斯麦是两回事。"他将此举看做是一次顺理成章的进步，又一次远离学术背景的机会。

凯里将自己看成一名价值投资者。"我一向做事小心谨慎，坚持看重股票估值、倍数以及诸如此类的保守理念。"他的理念反映出了价值投资者的理念："我觉得我看见了股价背后的有形资产时我才对公司有更好的了解。我不谈概念股；概念股似乎更像海市蜃楼，而非现实。"

凯里说投资具有真正业绩记录的实体企业"决不会保证你不输钱，但是就是在最糟糕的情况下，通常也会有某种清算价值或破产价值来提供最低的损失补偿。"

凯里在思考那些"神奇"技术股的时候觉得自己所用的方法是正确的，这些"神奇"技术股在他开始基金管理生涯时很受欢迎。当时，最主要的股票是诸如数码(Digital)、王氏实验室(Wang Laboratories)、优质电脑(Prime Computer)、通用数据(Data General)等公司，这些公司没有一家仍然以独立的实体存在，而那些据称是令人乏味的、稳定的公司像美国钢铁(US Steel)、通用汽车和美国电话电报公司(AT&T)则仍然存在。"生存下来的公司其复原力往往更强，更难将其消灭。"在回想 20 世纪 90 年代的因特网繁荣时，凯里说："我相信大多数大的因特网名字将成为历史的脚注，起码提前几年。"

凯里记得在互联网繁荣时期曾与一位分析师交谈过。"他试图说服我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买一些此类股票。我告诉他这些股票概念不错但是没有盈利，所以我不知道该如何分析它们。他向后坐了坐说，真是不巧，我也那么认为。他说为我感到遗憾。"他表情冷漠地补充道："我最近很少听到他的消息。"

20 世纪 90 年代对价值投资者来说是难熬的。"我们的业绩看上去苍白无力。"他说。1999 年，纳斯达克上涨了 75%，标准普尔达到了 20%以上的涨幅，而凯里的先锋基金仅上涨了约 16%。先锋基金收益的下降是由于它持有的高价因特网股票仓位低。次年，鉴于凯里生动地描述为"戳破的蛋糕的图景"的出现，它的基金收益相对而言看上去好多了。

投资经理人所受到的提高业绩的压力越来越大，同时在他们以组群的形式组织在一起以便不至于距离似乎决定着交易圈里许多人命运的基准太远时，经常还受到指责，说他们几乎没有想像力。凯里是这样应付第一种批评的，他说先锋基金的利润在过去的 74 年这段时间里平均超过标准普尔 500 指数 2%～2.5%。

尽管他在社会中认识许多基金经理人，并且在企业聚会中见到的基金经理人更多，但是他"几乎从不与其他经理人谈论股票"。他可能从总体上讨论股市但认为讨论个人对股票所持的立场是非职业行为。假使在经理人的态度中有某种形式的组群，那么在凯里的经历中，这不是由于分享股票观点的结果。然而，他不否定不断增加的用基准测试的压力，一位基金经理人的业绩可以通过运用基准测试对照其他基金经理人的业绩来判断。基准指标的激增可能意味着经理人过多地把时间花在了竞争进行方式的研究上，而不是去研究他们计划投资的股市的运作。

凯里说："股东喜欢绝对的回报而非相对的利害关系。对基准的重视已使一些基金经理人忘记了自己的工作。"他承认基准测试可以作为"一套有用的规则"，即使它"令人讨厌并会起相反的效果"。在他开始从事交易工作时，他和他的同事们关注的惟一指标是标准普尔 500 指数；现在他们却注意其他指标，因为他们的客户期望他们这样做。

虽然客户想从基金中获得好的收益，这是可以理解的，但是他们也表现出更多的风险意识以及更好地控制风险的要求。"非常关注风险控制。"凯里说。他举例说，这就意味着即使发行规模暗示较高的持仓量，他也不允许新上市的股票在投资组合中所占比例超过 1%。而且，为了避免过分依赖单一筹码的问题，他不允许持有的前十大股票在总投资组合中所占比例超过 20%～25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯里对股票狂热感兴趣，并凭历史得出结论，认为给予技术、通讯和媒体股票(所谓的 TTM 类)的高价值不会再重演。当他参与工业股的时候，能源股受到狂热的追捧，尤其对石油服务公司的股票。“泡沫破裂后，这些公司用了 15 年才恢复元气。”

进一步回顾历史，他注意到 19 世纪末在铁路股投资热走到尽头后，美国的每一家铁路公司都经历过某一种类的破产。20 世纪 20 年代当时最大的泡沫股是美国无线电公司(RCA)，这个股票再也没有回到泡沫时期的股价。似乎是要提醒企业失败的历史，凯里收藏了大量的 20 世纪 20 年代失败公司的股票凭证。他举了整整一大堆随着一个 10 年代替另一个 10 年所出现和消失的投资热的其他例子。他将这些历史教训牢记于心，避免随大流，即便有人催他随大流，他也会避而远之。

他的总体认识方法是“投资者应该坚持他们长期的计划”。从短期看，凯里说：“股市非常情绪化。这就是我们有牛市和熊市的原因，牛和熊是情绪不稳定而且暴躁的动物，这种牛熊不稳定的情绪反映了股市的情绪。”

带着这种不会情绪化的决心以及不被某种股市恐慌所淘汰的心理，凯里陷入了 1987 年暴跌的灾难漩涡。“那是令人着急的一天，”他故意轻描淡写地说，“我的全部资金用于投资，约 99.5%资金投到了投票上。”大多数的资金是在蓝筹股中。

当由黑色星期一(Black Monday)引起的杀跌涌入时，凯里等待回应。“我坐在办公桌旁，等着电话铃响起。我想为股东服务的人会告诉我人人都在兑现。然而我们却没有大的现金赎回。先锋基金似乎成功地向人们说明了它所做的事是创造可以长期持有的价值型基金。大多数的赎回是出现在人们需要资金而非价格下跌时。”

他根本没有为了募集资金而出售股票的压力，那么股价自由下落时他怎么办呢？“那天我绝对毫无办法。事实上，我到 11 月才出售股票，而那只是由于一般性原因……我并不是因为觉得下跌毫无根据才抛售股票。”首次下跌出现后，凯里少量地吃进了一些筹码，但当他把所有资金投进去时，他就缺少资金参与更加令人刺激的购买狂潮了。无论如何，他不愿意这样做，因为“我不知道底在哪儿，我只想观望”。

他不想买进的另一个原因是他不把“股价下跌作为某种介入的机会。有时候，投资者是对的，基金管理人也没有错……有时候剧烈的回跌是股市重新调整的方式。这可能意味着某些股票将永远处于低迷状态”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯里不排除价格下跌时买进，但坚持认为聪明的买进是基于最根本的理由而不是因为价格已经下跌。“假如发生了令人激动的事才下跌，那么买进的理由就充分了。”他认为投资者必须区别价格、价值以及“抵制价格波动的下意识反应”。

1987年凯里在决定该怎么办时，他首先考虑到的是他的股东，“我考虑他们是如何操作的，把这部分资金放在一边并从头至尾稀里糊涂。但他们坚持这样做。”

在波士顿的交易室里，气氛安静压抑。凯里说：“没有喜剧或情景剧。”他的一些同事只有迷惘。他也迷惘，不知道他和他的同事等着需要帮助时谁在出货。

公司的总裁从楼上走了下来与他的下属谈话，征求他们对正在发生的事的看法，不过不开正式的会议，也没有非常想制定策略来应付行情的暴跌。先锋基金先前已建立了一套机制，专门设计在这种情况应付大量的赎回。贷款最高限额仍然没有改变，但是凯里敏锐地意识到情况会朝另一个方向发展，因此决定将来在极其易变的股票中保持较高的投资组合比例，以防万一。凯里在与他的基金代理经纪人说话时，代理人会说：“天哪，你认为价格的下跌还会持续多久吗？”但是他们并未强烈要求他采取特别的行动。“这就好比看着船下沉，但离得太远而无计可施。真的是我们从远处观看的一件事；我们几乎无能为力。”

股市关闭，一天结束，他只好回家。事实上，凯里心里还想着其他事，因为他的父亲患癌症，生命垂危。

即便有后见之明的优势，他也不认为他做过什么不同的事。“我们没有必要在股价低迷时出货。”他发现暴跌是投资者不切实际的期望所引发的失望后果。他们希望继续盈利，但是到了10月份，这种盈利并未实现，他认为这引起了短暂的恐慌，因为他们担心下滑的盈利不能够支持股价。当1987年第三季度的盈利数据最终公布并显示明显的回升时，这种恐慌就觉得过火了。

于是，凯里选择了按兵不动。至于业绩，尽管出现了暴跌，他的基金在1987年末获得了5.5%的盈利。至于先锋基金，真正的损失出现在3年后。“依我看，最差的一年是1990年；那年太惨了，”他说，“那一年股价跌了又跌，这是一种证明，因为它反映了十分糟糕的经济状况。”

2001年，即“9·11”暴跌前约两年，“当到了停止的时候”，凯里有意错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过互联网泡沫并觉得这样做是对的。“这明显是一件无关的事，明显与股市甚至是经济毫无关系，”他说，“更多的是一种影响股市和影响诸如航空旅行的许多其他事情的一般性恐慌。人们不再去看电影，并停止了消费。出现了一种普遍性的疲软，直到人们明白发生了什么并对事情有了某种理性的理解。”

尽管如此，作为一名基金经理人，在其他人设法弄明白事情真相的同时他必须考虑该怎么办。恐怖袭击时，他在达拉斯作报告，当时他意识到他需要回到交易室。由于飞机停航，所以他租了一辆车开始了漫长而疲惫的返回波士顿的旅程。这趟旅程使他有了充分的时间进行思考。他主要思考了恐怖事件本身，但也对他的投资组合中的股票以及哪一只股票受到的影响最大作了一番思索。总而言之，他认为投资组合的股票会相互平衡的。一方面是西南航空公司(Southwest Airlines)和波音公司的股票，这些股票肯定要下跌，而另一方面是国防工业、石油和汽油的股票。他惟一担心的是保险股票。最后，他决定在保险领域减仓，但是结果他增持了波音股票，因为他认为交易中商业股的损失会用国防股弥补回来。

2001 年同样没有赎回的压力，尽管比 1987 年压力大了一点，但不足以引起任何种类的现金流问题。“我对股市的下跌并不着急，”凯里说，“我认为对股票下跌的担心是整体上缺乏信心的一种表现。”

2001 年凯里所采取的策略基本上与 1987 年一样，即坚持计划，不在股价低迷时出货，不大量地买进。换言之，坐视恐慌的结束。“行情会反弹，从长远来看行情会反映经济。股票从长远来看会反映每个公司的盈利。因此如果你持长远的观点，就毫无理由恐慌了。事实上，如果你有点钱，你就应该抓住机会去买，但是千万不要因为价格低你才这样做。

他注意到，1987 年和 2001 年的重大区别之一是舆论噪音的增大。在先锋的交易室里，电视机总是被调到 CNBC 财经频道，每个人桌子上有一台功能强大的布隆姆伯格终端机，连续不停地播放图标、数据、评论和重要新闻。回顾 1987 年，凯里和他的同事将《华尔街日报》视为他们最主要的信息来源，然而同所有的报纸一样，它主要是发表昨天的新闻。现在有了即时的消息，而且量很大。“我觉得有趣，有时让人神经疲惫，有时让人厌烦，”他说，“但是我不能说它已经影响到了我做基金经理人的行为。”尽管如此，他担心大量的财经新闻可能会使“投资者产生幻想，即他们知道得越多他们就越会超前行动。”这会很危险，因为这种幻想可能会导致某种草率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行动。

2002 年中期，凯里在接受采访时对美国股市持乐观态度。"以教科书的观点看，这个时候需待在股市里，这个时候盛行悲观主义，因此有缴械投降的感觉。"作为一名价值投资者，他未受到 2002 年仍旧盛行的高市盈率的干扰，因为他相信有很好的机会在多个绝佳的时期投资，因为这些市盈率是具有历史意义的，可能最终以追逐盈利而不是预测盈利而结束。

虽然凯里未预见暴跌，但是他没有排除政治影响或新兴的恐怖袭击会使较强的经济运行状况突然停止的情况。新千年到来时，许多股评人士对互联网泡沫会最终破裂发表了看法。令人欣慰的是，这些评论集中在经济和企业盈利方面；然而现在外部环境需要认真考虑，尤其在恐怖威胁增大时。普雷汉克和凯里在思考股市状态时均将此事牢记在心。假使他们的看法的确反映了他们本行业同事的观点，这种考虑很可能会越来越成为引起股市恐慌的条件之一。

对股市的恐慌没有标准模式，避免后果也的确没有一套标准公式，但是正如普雷汉克和凯里阐述的那样，股市这种造成投资者巨大损失的疯狂循环周期找不到任何理由。不仅是凯里，就连普雷汉克也将这些恐慌时期视为机会难得的大好时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 恐慌心理学

由于绝大多数人把股市恐慌形容成疯狂行为的大爆发，所以我在处理本章内容时也怀着些许惶恐的心情。的确，在1987年臭名昭著的黑色星期一股市暴跌之日，《纽约邮报》(*New York Post*)刊登了这样显眼的大标题："华尔街疯了！"在其他恐慌时期类似的大标题并不少见。但值得注意的是，在股市行情大涨时期这样的头条新闻却不太普遍。不管股市行情上涨速度有多快，人们却极少将其视为疯狂的表现；相反，他们认为牛市反映了经济活力，行情乐观，股市欣欣向荣。

所以行情迅速下跌被说成是发疯失常，而股市迅速上涨则完全合情合理。难怪要正确认识这种现象离不开心理学。问题是对股市行为做出心理学解释的人常常是像我本人这样缺乏本学科知识并动辄使用群体行为的模糊理论贸然得出种种结论的人。讽世者也许认为不懂心理学就根本无资格诠释股市行情的变化，但他们的观点并不总是正确的。

如果纯粹运用群体心理学来解释股市行为，那么，我们就几乎无异于在讨论似乎与金融和经济无关的医学或社会现象。这未免太离谱了。而纯粹用心理原因阐释股市中的恐慌行为是完全缺乏理性的。然而，正如我们在第二章中所见的，将对股市行为理性解释的可能性排斥在外就意味着将出入股市的许许多多理由排斥在外了。把股市心理学视为有助于认识股市运作方式的众多工具之一，似乎更加明智。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理性解释表面上的不理性

彼得·伽博(Peter Garber)曾有理有据地认为,应重新评价对诸如在荷兰郁金香热和英国南海泡沫(South Sea Bubble)这样的灾难中投资者过热的非理性解释,他极力主张在对此作心理学解释时要谨慎。他写道:“在把投机行为归结于因群体心理的驱使而无法从根本上做出解释或将其归类于泡沫范畴之前 …… 我们应彻底探讨其合理的经济学解释。这样的经济学解释常因经济现象所固有的复杂性而难以做出。不过泡沫解释不是人们最后的一招而是首要的解释。”[1]

伽博认为仅以群体心理学的语言作解释与不去了解股史中那些重大投机时刻的真正原因的懒惰方法几乎是一样的。例如,我们看到他曾拿出非常有力的证据证明,南海泡沫其实是为改变政府融资基础所进行的既标新立异又老谋深算的尝试的结果,同时证明投资者在预期这种尝试是否会成功时采取了理性的态度。

恐慌的是人,不是股市

寻求一对一的理由来解释恐慌的发生已证明是徒劳无益的。尽管如此,有证据表明羊群效应和心理因素对股市恐慌是起作用的。亚当·史密认为,在有人提出羊群效应这一术语很久之前,仿效是人类最具说服力的内驱力。

造成这种现象的原因很简单,这种简单解释出自曾对 1929 年股市崩盘作过许多独到评论的著名金融家和总统顾问伯纳德·巴鲁克(Benard Baruch)。他说:“股市波动引人注目的不是事件本身,而是人们对事件的反应,即数以百万计的男男女女如何思考这些事件可能影响未来的方式。换言之,最重要的一点是,人是股市的主体。”

著名的对冲基金经理人乔治·索罗斯似乎已赚足了钱,与一些同僚相比,他对金融市场更持怀疑态度,他对人们的思维方式影响行情的原因作了有趣的评论。“思考扮演着双重角色,”他写道,“一方面,参与者设法理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解身在其中的局势；另一方面，他们的理解是其做出决定的基础，并进而影响局势的演变。这两种角色相互作用。如果独立存在，任何一种角色都不会起到理想作用。”他补充说：“如果参与者理解不充分就采取行动，那么这种不充分就会在局势发展进程中留下烙印。”[2]

索罗斯随后把这一思想应用于股票市场。他认为“股市参与者对股市基本规律的认识必然有不足之处。这一缺陷在早期可能不明显，但过些时候很可能就会暴露出来。缺陷一旦暴露，便会为大趋势的逆转创造条件。假如趋势中的变化使得潜在的股市趋势发生逆转，那么自我强化的市场进程将朝相反的方向发展。知道缺陷是何物，可能在何时并以何种方式自我暴露是理解繁荣或萧条的关键。”[3]

索罗斯描述的是一种循环过程，通过这个循环过程人们产生了对股市的感性认识，而在此循环过程中正是感性认识的形成改变了这些认识。这些变化了的认识进而形成人们的行为基础，因为当一种新认识占主导地位时，人们自然而然会采取新的行动策略。

这种循环过程在变幻莫测的股市环境中体现得尤为明显，在这样的环境中投资者面临着非同一般的压力。彼得·伯恩斯坦(Peter Burnstein)作为投资经理人和一部有关风险的经典著作的作者，是这样解释这个问题的：

> 一直以来资本市场都是波动易变的，因为资本市场无非是拿明天作赌注，所以自然充满变数。股票没有到期日，所以购买股票充满风险……这样的环境给非理性行为提供了温床：不确定性容易引起恐慌。如果戏剧中的非理性演员在数量上和财富上都超过理性演员，那么资产价格就会大大失去平衡，而且在相当长的一段时期内会维持这种状况。[4]

此时容易发生大的股市波动，而且此时群体的不理性行为往往比所谓理性投资者的行动对股市产生的影响更大。有鉴于此，许多人转而研究大众心理学以寻求一种对极度反复无常的股市的解释。

查尔斯·麦基(Charles Mackay)的《非同寻常的大众幻想与群众性癫狂》(*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*)是将投资的变幻莫测归结为大众心理产物的力作之一。尽管这部作品发表于1841年，但现今仍然在有关股票市场的文献中得到广泛引用，这说明适用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于19世纪中叶的情况至今尚无多大变化。麦基在1952年的版本序言中写道:“金钱……往往是大众产生错觉的原因所在。原本头脑冷静的国民突然之间变成了孤注一掷的赌徒,为了一张证券的交易而铤而走险。”[5]

当把投机商品的价值和平常物品加以比较时,非理性会显得尤为突出。在有关17世纪席卷荷兰的郁金香热的论文中,麦基通过比较说,名为“总督”的郁金香稀有品种的一块球茎的每根价格相当于其他一系列可以用高达2 500荷兰盾的天价购买的物品:[6]

2 拉斯特小麦

4 拉斯特黑麦

8 头肥猪

12 只肥羊

2 大桶葡萄酒

4 桶啤酒

2 桶黄油

1 000 磅乳酪

1 张床

1 套衣服

1 只银酒杯

至少可以这样认为,名为“总督”的郁金香球根可以长出新郁金香从而使人有机会出售更多新球根。但是很难以同样的思维认识雅虎公司的股票,1999年雅虎股价曾经蹿升到250美元。举例来说,这样一只股票的价格相当于一台电脑显示器的价格。仅凭10股雅虎股票的价格就足以买到配置先进的电脑系统外加全部辅助设备。投资者想通过股息的途径收回对雅虎的投资完全没有可能,他们只能依靠把股票卖给另一个倒霉的买家才能得以获利。当雅虎股价回落至1999年巅峰时期的1/10时,那些以250美元买进雅虎股票的人手头上甚至没有含苞待放的郁金香球茎来聊以自慰了。

然而,游戏的要义并不在于此。当股价升至雅虎股票曾达到的水平时,游戏名称就变为伴随着一波极度兴奋的纯粹投机。有无数例证证明投资者是如何陷入极度兴奋和股市低迷的双重漩涡,如何放任群体心态左右投资决定的。在这样的时候,电脑的记账程序被抛到脑后,其他有关股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评价的复杂表格也变得无足轻重。

人们常以为股市已变得更加高深莫测，于是我们认为股市已变得更加专业化了，这意味着合理而优越的贸易体系业已取代天真投资者的非理性行为。但正如我们在第四章中所见的，最成熟的贸易体系在股市的重压下也会很快被分解。1987 年，由于那些使用投资组合保险的人下决心想出货，不论价格高低都想出货，因此在决定何时出货、何时套利保值的成熟规则失效时，防止股票亏损的投资组合保障措施便迅速丧失了它们效用。到头来是人决定股市运作，而电脑却无能为力。

羊群效应

人类在购买股票时往往会丧失独立思考的能力。最起码，个人作出决定的能力在大众舆论的压力下会受到削弱。“常言道，人云亦云，”麦基写道，“我们会看到人们集体疯狂，而恢复理智却要一个一个地慢慢来。”[7]

像大多数观察家一样，麦基认为羊群效应或群体行动不言而喻具有消极的一面，但是这种说法是否公正合理呢？比麦基晚一个世纪的古斯塔夫·勒庞(Gustave Le Bon)就认同这一说法。他这样描绘群体的特征：

> 组成此类人群的个体具有思维定势，感同身受，丧失个性。群体总是不由自主受制于种种顾虑。其大脑活动销声匿迹，神经活动占据优势地位。智力低下，观点彻底改变——被改变的观点较之组成人群的个体也许更好，也许更坏。这类人群容易变得英勇豪迈，也容易变得罪恶可耻。[8]

我们知道，尽管在股市繁荣和萧条期常常发生与股市运作挂钩的犯罪活动呈直线上升的现象，但没有人会认为是股市中的群体行为致使投资者变成罪犯的。然而，这似乎是个次要问题；这种情况下的关键问题是群体行为是否会给股市运作带来更多非理性的成分，是否会产生或深化股市恐慌带来的影响。

勒庞清楚地看到群体的危险性。他写道：

> 以下是心理群体所体现的最显著特点：不论组成群体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的个人是谁，不论他们的生活方式、职业、性格和智力有多么相同或不相同，组成一个群体的这一事实令他们的感受、思想和行为与孤立的个人的感受和行为截然不同。[9]

大量相关文献似乎明显重点强调在群体行为或羊群效应中非理性的一系列显著特点。1973年，穆扎法·谢里夫(Muzafer Sherif)做了一次著名实验，他让一组人坐在漆黑的房间里透过一个小小的洞眼观察一束光线。这组人被告知光线会移动，并要求他们估算一下光线移动的幅度。事实上光线根本没有移动，可是当这些实验对象进行小组讨论时，他们竟一致认为光线有过移动，并只讨论光线移动的幅度。后来接受询问时，没有一个人意识到自己受到群体的任何影响。

不管是否意识到，群体意见似乎强大得足以动摇怀疑论者的观点。在群体压力下，理性的判断力显然早已飞到了九霄云外。

投资者的背景大相径庭，其智力水平各异，方方面面少有共同点。但令人不可思议的是，他们屡屡聚集在一起，不仅对股市持一致观点，而且改变这种观点时，无论改变多少，均一起改变。

人们普遍认为羊群效应并非好事，不过群体行为的存在可能有其充分的理由。我们会看到，随群可以被视为将投资者和股市走势拴缚在一起的方法。只要行情走势朝着一个方向前进，跟随这个方向就有赚头，就没有理由认为这是非理性的。当群体压力使股价上涨或跌落的幅度与反映上市公司潜在业绩的基础相背离时，这种非理性的羊群效应才会引发种种问题。

敌视相反意见

另外，群体还对背离多数人的明智看法和意见持敌视态度。挪威学者拉斯·特维德(Lars Tvede)这样描述敢于挑战群体意见的基金经理人所面临的遭遇。他写道："客户有一种惩罚那些由于违反常规造成亏本的(基金)经理人的强烈倾向。在另一方面，如果经理人仅仅因为随大流而导致亏损，那么客户会原谅他们。"[10] 或者，正如凯恩斯(Keynes)在其经典著作《通论》(*General Theory*)中所说："处世之道告诫我们，与其不合惯例而成功，不如墨守成规而落败。"这导致基金经理人中出现倾向性行为。于是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不仅是基金经理人需要提防群体的愤怒。股票经纪人罗杰·沃德·巴布森(Roger Ward Babson)就是由于1929年股灾爆发前两年提出预警而遭到广泛的攻击。有的甚至认为正是他后来的介入才导致崩盘发生。比他本人更有学问更有名气的人均众口一词认定股票价格会不断上涨，报纸社论和学术专家则纷纷谴责他胡说八道。1929年9月5日，他在美国国家商务大会(American National Business Conference)上发表演讲，宣布股市已经到达最高点，股指将下跌60～80点，随后股市将进入长达10年的衰退期。尽管他算错了股指下跌的点数，但他的论点基本正确。然而他的演讲却招来冷嘲热讽，并且在股市真的发生崩盘时，他的先知先觉没有被视做远见卓识，反而被认为应对造成的损失负责。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思在1987年股市暴跌前夕也有过类似经历。当时他受托为《纽约时报》(*New York Times*)撰文，认为股市暴跌在所难免。时报编辑以过于危言耸听为由没有采用这篇文章，然后他又将该文投到《大西洋》(*The Atlantic*)杂志。加尔布雷思的警告没有引起人们多大兴趣："加尔布雷思不喜欢看到人们有钱赚。"一位批评家简明扼要地评论道。[11] 这种评论可以理解；在作投资决定抑或是其他决策时，人们不喜欢被当成傻瓜。

加尔布雷思和巴布森的遭遇表明在不同意见得到大众认可之前，群体意见对不同意见的排斥是巨大的，从而进一步说明了在股市气氛改变和群体意见指明新的行动路线时股市产生过火反应的原因。

乐观战胜恐惧

我们曾经一次又一次看到投资者某天还认为证券市场是投资的风水宝地，而在另一天，可能就是在第二天，他们又觉得股市危机四伏，需快速撤出。投资者不得不苦苦挣扎在不愿接受新现实的固有保守思想与惟恐动作慢了不能与众俱进这两种相互冲突的矛盾之间。在有充分证据证明群体已经采纳了新观点时，不肯改变的抵触情绪往往才会有所收敛。当一大群人接受了一种观点时，这一观点的事实根据的重要性与其所提供的慰藉相比就相形见绌了。

威尔纳·德邦特(Werner DeBondt)和理查德·塞勒(Richard Thaler)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的研究表明，当有新信息出现时投资者更加重视新信息，而很可能忘记旧信息。他们描绘的情况类似情感波动，即在旧情绪还占上风时，注意力集中在新情绪上而不理会所有已知、已体验过的情绪。这种倾向有助于解释股价发生如此剧烈波动的原因。[12]

群体行为造成的另一个后果是群体成员似乎不像作为个体时那么反对冒风险了。有研究证据表明，群体通常不一定没有个体谨慎，但这种结论似乎不适合投资情形。与较大的投资群体一起行动会给人以安慰，从而增添敢冒险的信心，而原本作为个体是避免冒险的。即使在出现了相反信息暗示集体行动有缺陷需另觅出路时，这种信心也会把疑虑一扫而空。当多数人的共识突然变化以及群体成员争先恐后改变策略以适应新观点时，恐慌便出现了。

恐惧战胜贪欲

理解这些见解如何适用股市的行为可能并不难，特别是在恐慌时期。曼摩翰·库玛(Manmohan Kumar)和阿维纳什·帕绍德(Avinash Persaud)颇有意思地指出恐慌本质上是由于大众不再对冒险抱有强烈欲望而传染开来的。他们写道："当投资者的冒险欲望减弱，他们立刻会降低其风险资产的危险性，结果，这些风险资产的价值同时减少。此类传染被称为'纯'传染，因为它是与风险过程而不是共同原则、交易或汇率同步的。"[13]

与利好消息相比，股市群体对利空消息的反应往往更加敏捷。看来恐惧似乎要比贪欲更能刺激人去采取行动。机会理论是一种理解风险原理的有益工具，阿莫斯·特维斯基(Amos Tversky)是这一学说的创立者之一。他说："或许人类快乐的核心最重要、最普遍的特征，就是人对负面刺激的反应要比对积极刺激的反应更为迅速。"[14] 投资并不一定是一种快乐行为，但特维斯基的观点有助于对投资者如何应对亏钱造成的痛苦或如何应对痛苦的恐惧做出解释。

美国著名的投资者本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)指出，当股市开始下跌时，投资者的行为与狂躁的抑郁病人相似。没有一丝光芒可以祛除笼罩他们的低落情绪。格雷厄姆把投资者描绘成狂躁的抑郁病人可能有故意夸大之嫌，但由罗伯特·希勒对机构投资者和个人投资者所作的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后1987年暴跌的调查显示，暴跌后股市参与者事实上确实患有非比寻常的焦虑症状。这些症状包括难以集中注意力、手心冒汗、胸闷和心动过速。此类症状在黑色星期一，即暴跌的当天尤为剧烈，30%接受调查的专业投资者和20%的个人投资者当时有过这些经历。[15] 股市交易中那些冷静、沉着、镇定的专业人士也不过如此！

由于在股市景气真正来临之前大多数投资者不愿冒风险，因此人们对于利好消息的反应常常更为迟缓。

规避风险

投资人是刚愎自用、拒绝遵循自我判断逻辑的怪物。甚至在投资者纷纷不遗余力购买股票的牛市鼎盛时期，互助基金经理人仍然发现即使把大量个人财富投入股票组合本来就存在着高风险，但大多数投资者仍然回避那些标明“高风险”的基金，特别是在行情上涨期。换言之，投资者在行情上涨时有强烈的冒险愿望，却对那些贴着准确反映其内心情绪标签的投资心有余悸。

两位以色列心理学家丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和阿莫斯·特维斯基提出了所谓的机会理论，他们的研究似乎阐释了投资者看待风险的态度。机会理论解释了人为何在某些情形下不愿冒险，而在另一种情况下却争冒风险的原因。

以投资领域为例，两位学者问一些实验对象是否宁可稳赚10万美元，也不去冒50%的风险赚20万美元或一无所获。大多数人选择前者。换言之，他们不愿承担风险。接着这两位心理学家降低风险金额，问实验对象是愿意冒80%的风险赚4 000美元以及20%的风险一无所获，还是愿意100%稳赚3 000美元。受试者再次不愿冒任何风险，纷纷选择后者。现在把选择方案倒过来，他们被告知一种情况是80%的可能性是损失4 000美元，20%的可能性是不赚不赔；另一种情况是100%会亏损3 000美元。在进行选择时，92%的参与试验的人带着能侥幸不赔本的希望选择了冒较大风险的一项，即损失4 000美元，即使他们所承受的损失超过选择冒100%的风险而承担3 000美元损失的一项。实验结果表明，涉及损失的一项选择将风险规避变成了风险追求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本实验有助于解释股市行为，因为它显示了投资者在面临损失的可能性时他们可能会做出反应的方式。可是，在现实中，选择通常没那么清晰，因为在行情下跌的情况下投资者直到抛出股票的那一刻才会知道自己的损失程度。因此假如不论具体情况，那么我们就有可能说，害怕损失是比冒险作为一种牟利方式的倾向更强烈的感情。的确，有研究证据表明，占投资领域多数的有钱投资者比其他投资者更不愿意承担风险。[16] 总之，此实验有助于解释行情为什么在压力最大的时候下跌速度要比上涨速度快得多的原因。

另外，值得注意的是，身经百战的投资者规避风险的态度和保守思想意味着他们中间有许多人（有时是绝大多数）从不交易所持股票。在股票呈上升和下降走势时进行交易具有风险。股票交易包括决定买卖时机是否成熟，不考虑是否还有更佳的交易时机。因此，那些手头持有投资组合，特别是那些蓝筹股投资组合的人，通常会选择不作为而长期持有股票。那些在股市中推动行情的人在全体股东中占少数。正常情况下，保守的投资者情愿让这些人运作行情，或是上涨或是下跌，但到了恐慌时期，即便是这些心平气和的投资者也会怀疑保持不买不卖是否安全。一旦这些投资领域中无可争辩的中坚力量也受到忙于抛售的大众的影响，那么恐慌就真正开始了。

妥善处理新信息

在投资者出手之前需确保先与其他人交换意见，这让新信息的反馈变得复杂，新信息通常可提供行动指南。尽管大多数投资者为自己能先他人一步识别新发现、新趋势等新信息而引以为豪，可他们实际上却没有胆量冲在群体的最前面。那些敢于冲到最前面的勇敢者通常是一小部分人，他们往往是那些时评的行家里手，他们能为自己的投资意见造势助阵。

当然，只要群体朝着一个方向齐心协力推动价格上涨，那他们就几乎确定无疑地走正了方向，因为市场的一致看法就是发动行情的动力。

情绪以新信息为转移。尽管市场参与者如今获取信息比历史上任何时候更加方便，但比较信息稀少并难以获取信息的那些时期，这种方便可能使情况更加糟糕。新开设的电视财经频道里各路意见轮番轰炸，互联网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的数据、观点纷至沓来，信息从地球这一头传到另一头易如反掌，所有这一切加起来往往让人摸不着头脑而不是让人感到清晰明了。

此外，不能说信息的可用率越高信息的质量就一定越好。投资者的网络聊天室声名狼藉，成了假情报的集散地，也常常混杂着一些有用信息。如何把两者区别开来就是个问题。财经广播的疯狂节奏也是个问题，尤其是电视媒体，其天性中就带有夸大其词、虚张声势的品质，而事实上根本没那么回事。我在报界工作了大半辈子，对其缺陷了如指掌。有一位最重要的分析家创立过自己的（最终没能成功）在线财经分析服务平台，他令人不安却不无道理地指出财经新闻是“后行指标”。换言之，等到信息刊登在报纸上，信息就没用了，就不能作为行动指南了。《每日股市时机把握策略》（*A Strategy for Daily Stock Market Timing*）一书的作者约瑟夫·格兰维尔（Joseph Granville）深入地写道：“如果信息对公众来说是显而易见的，那么信息显而易见就是错误的。”

格兰维尔言过其实，却不无可取之处。媒体倾向于做出一些明显经不起推敲的判断，而这些判断却影响了那些渴望获取新信息以便采取行动的投资者，下面的事实就是一个佐证。拉斯·特维德非常冷静地研究了《商业周刊》杂志的封面报道的档案，并且把周刊所作的预测与后果进行比较。[17] 1984 年 10 月 8 日，该杂志向读者郑重宣告“超级美元”正在重塑世界经济，美元会不断保持强势达 10 年之久。过了 5 个月美元便开始了又一次最长久、最严重的疲软。1979 年 8 月该杂志刊登封面文章《股票之死》（*The Death of Equities*）以飨读者。这篇文章宛如马克·吐温的讣告一般，证明是草率报道，因为 1982 年行情开始了 300%的大涨。1987 年 7 月《商业周刊》成了股市的拉拉队队长，其封面报道的题目是“股票仍然是最佳投机”（Stocks are Still the Best Bet）。可仅仅过了 3 个月情况却是另外一番景象。诚然，类似的期刊俯拾即是，单挑一种杂志来横加指责有失公允，可是一般而言《商业周刊》远比其他靠不住的新闻媒体更为真实可靠，是值得信赖的出版物。如果这样的出版物都会大错特错，那么投资者表示出去哪里才能觅到可靠的信息的担忧就一点也不奇怪了。

投资者不断觅求新信息以作为投资决策的依据，然而公开的信息是否与人们有时想像的那样有号召力却值得怀疑。有据可证，影响范围越广泛的信息往往越是通过不正规的方式传播的。广为流传的消息如何推动股价波动的故事在股市传言中比比皆是。特维德援引了一位英国股票经纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的故事，这位经纪人想要在1985年矿业股票大跌前脱手南非股。他给母亲寄去一包封好的金矿股票，还附上字条让她不要打开包裹去看股票名称，因为那是个秘密。他说这种股票的价值会翻十番。完全不出他所料，母亲禁不住诱惑打开了包裹，并把股票名称告诉她的朋友，还要她们保守秘密。朋友们接着纷纷出去购买股票，还迅速告知自己所有的朋友。最终结果是导致购买量迅速上升。

这个故事表明人都喜欢听内幕消息，假使这些消息被称做是天机不可泄露则更加令人振奋。内幕消息使你抢在交易前面，占尽先机。在这一故事中，这位经纪人煞有介事地暗示自己知道一个秘密并任由这个假秘密发挥其神奇魔力。他母亲的朋友可能根本不了解南非金矿股票，却相信自己知道某种特别的信息并照此行事。事实上，根本没有什么真实信息；相反，这是个误导信息。[18]

真正的内幕交易在许多法律中是被明令禁止的，可这种现象实际上不可能被根除。在美国，证券交易委员会下设监督部专门监督依据内幕信息进行的交易。罗伯特·希勒通过仔细查看该部门的起诉材料发现了一份法院公文，这份公文查处了美国国际商用机器公司（IBM）宣布接管莲花发展公司（Lotus Development Corporation）之前所作的莲花发展的股票交易。显然，IBM公司的一位秘书在复印一些机密文件时看到了接管信息，就悄悄告诉了自己的丈夫。这一内幕消息很快传到了总共25个人的耳朵里，他们据此购买了价值50万美元的股票。[19]

此例中这些人用非法获取的真实内幕信息进行股票交易。然而完全有理由相信，即使消息是假的，当事人也会有同样的反应，因为信息接收者无从证实信息的真伪。他们只知道自己得到了最新消息：股市中最有价值的商品。

根据希勒的观点，最新消息，不论真伪，与口头交流一样都是股市波动最重要的原因之一。在1986年和约翰·庞德（John Pound）联手所作的一项研究中，他们发现仅有6%的受访者表示自己是通过翻阅某一出版物而注意到某公司股票的。绝大多数的人是直接通过私下交流了解股票信息的。后来一项有关1987年暴跌的研究发现（引用同上），暴跌当天几乎有82%的受访者在当天下午5点之前获得此消息，而消息的来源并非报纸或晚间电视新闻。[20]

这项研究让我们了解了大量的股市心理，因为它说明人们可能更相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朋友同事的话而不相信第三方的活。他们不仅对此深信不疑，还会据此采取行动。这很可能就是人们处理从四面八方汹涌而至的各路信息的方法：不闻不问，只依据私下交往了解行情。

这就是一直所说的"相信自己朋友"的哲学。问题在于了解信息链的源头所在。除特殊情况外朋友所传递信息通常来自一个共同集合基金。为什么来自这个集合基金的某些成分会显露出来而另一些成分却不表现出来？

我们在第四章已经看到，股市越来越被一小批神通广大的机构玩家所操纵，他们的行为占到股市交易的很大一部分。有一种理论认为他们对消息的反应决定着表露什么成分。为调查 1987 年暴跌的原因和后果而设立的针对股市机制的总统特别行动小组发现，在 10 月 19 日仅 15 位抛售者所抛股票就占到当天交易总额的 20%。同一天在期货市场上，仅十位抛售者所抛的期货就几乎占到期货交易总额的一半。这说明了极少数股市玩家在主宰股市的运作，也说明只有传到这些权威玩家小圈子里的信息才会举足轻重。

动 量

股市大玩家一有动作就会引爆股市动量，其表现是股票交易的放量。动量有自己的存在方式或以滚雪球的方式存在，在群体惟恐被套而蜂拥离市的恐慌时期尤其如此。希勒称之为"反馈环，表现为初期价格下跌致使越来越多投资者离市，从而进一步引起价格下跌"。[21]

有趣的是，股价加速波动的动量阐释不仅适用于整个股市，也适用于个别股票。1901 年，道—琼斯公司创始人，著名股票行情分析家查尔斯·道(Charles Dow)就曾对此发表过看法。他发现个别股票的波动并不足以说明问题，只有在整个行情产生更大波动后才能得到证实。他在《华尔街日报》上发表的一篇关于股市操纵的文章中指出，有实力的经纪人往往先买下两三只权重股票，如果行情看涨就会接着购买少量股票。此举会激励其他人纷纷买进从而促使整个投资组合升值。随着行情不断上升，通过这种做法来左右股票价格会变得力不从心，但是在小型的新兴股市里，这种操纵股价的做法随处可见而且更为切实可行，不必通过大量买进就可做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到。

尽管在特殊情形下个别股票价格可能逆市上扬，但是，倘若没有整个股市的较大涨幅的配合，个股股价的上涨也很难维持。随着股市动能的聚集，投资者会对特定信息丧失兴趣转而关注动量本身。希勒在后1987年的调研中已用图表形式对此作过说明，他就评估股市走势时觉得哪种新闻重要的问题询问了个人和机构股东。引人注目的是所谓的股市专业人士与个人投资者的回答几无差别。双方都认为他们受到10月19日上午道一琼斯指数狂跌200点的影响是最重要的。10月14～16日的行情下跌以及10月19日前伦敦和东京股市狂跌对他们也深有影响。只有一个方面专业人士的回答与个人投资者的回答大相径庭。与私人投资者不同的是，专业人士受到了美国长期国库券收益达到10.5%的严重影响。我们知道，长期国库券的高收益一般预示着股市行情要走低。其他特定消息如贸易赤字、生产价格指数和美国化学银行(Chemical Bank)10月15日提高银行优惠贷款利率等只不过位于低等重要或中等重要之列。对于投资者而言，其他投资者的举动才至关重要。[22]

哈里斯互动节目(Harris Interactive)并不是为这个目的而设计的，在“9·11”恐怖袭击美国后的第二天晚上所作的民意测验有力地证实了希勒早先的发现。哈里斯的民意测验结果表明，仅有1%的受访者打算抛售股票。这次民意测验是在恐怖袭击消息被确认之后，离华尔街重新开市有一段时间之前进行的。毫无疑问受访者说无意抛售是大实话，可是在股市最终重新开盘，价格纷纷跳水之时许多投资者立刻改变主意匆匆加入了抛售大军。

苏西尔·比昌达尼(Sushil Bikhchandni)和艾里克·克利夫顿(Eric Clifton)发表了一项有趣的研究，公然反对有关群体的各种假说，认为在发达国家“投资经理人不会表现出显著的羊群效应，他们跟风的倾向与执行动量投资策略的倾向有高度关联性”。[23]他们的观点是基于对有关投资经理人群体行为经验的研究文献评论的，他们认为投资者并没有相互效仿的明显意图；如果采取相似行动，只是表明他们对相同的境遇做出了相同反应。然而，正如他们俩指出的，动量投资策略根据定义几乎就是指随大流的策略。由于这些策略在股市上十分普遍，所以很难下结论说羊群效应绝非主流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支配错觉

还有另外一种因素或许有助于解释被指责跟风的基金经理人和分析师的群体行为。马廷盖尔资产管理公司(Martingale Asset Management)总裁兼首席执行官阿诺德·伍德(Arnold Wood)早已对此做出了说明。他认为由于专业投资人士可以更多地直接接触自己所投资的公司(肯定比小股东接触得更多),因此他们会受到支配错觉的影响。“历史证明,”他说,“决策者必然会借助认知本能,而忽略否定自己结论的证据。”

他以纸牌游戏为例来阐明这一点。有红色、蓝色两副牌,玩家付1美元取得蓝牌一张,发牌人只把牌面翻给他看一下但不能动手摸牌。红牌也是叫价1美元,重要的是,玩家可以摸从这副牌中翻出来的牌。如果经过重新洗牌之后,刚刚选中的牌被抽取出来,玩家就赢得100美元。但是在抽牌之前发牌人会询问玩家是否愿意出售纸牌。在一次实验中,购买红牌(也就是自己摸过的牌)的人中有37%不愿意出售,而购买(自己没有摸过的)蓝牌的人中仅有19%不愿意出售。为了增加赌注,发牌人询问不想卖牌的玩家开多少价才愿意卖出。蓝牌的平均要价只有2美元,而红牌平均要价高达9美元。

为什么会出现如此差异?伍德认为这是玩家摸牌时觉得自己用过一些技巧。“摸牌使人产生支配权错觉,从而增加赢钱的信心。支配错觉之所以具有影响力,是因为我们大多数人从小就相信决策过程是建立在理性基础之上的,相信自己有能力而且确实能够客观分析情况。”[24]

当投资者意识到能通过接触或“摸到”自己投资的公司的方式来获得支配错觉时,这种理论可适用于解释投资者的行为。而且正是因为他们有了接触,所以他们就有信心能够更好地把握手中的投资。当这种接触照现在的样子成倍增加,尤其是在接触到那些关系部门里热心人士的极力推销而价格上涨的所谓“热门股”的情况下,为数众多的投资经理人就有相同经历,得出相同的结论。

过去怎么成为了遥远的乡村

假使可以确定基金经理人的投资活动有一定行为模式,那么,不论他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们采取共同行动的原因是什么，也不管这些行动是否是刻意所为都变得无关紧要。确立这样一种模式是图表论的本质，图表论就是在确认过去市场行为的基础上精确定位这种行为可能再次发生的时间。图表能展示正常情况下交易的波动范围，然后确定在什么点位基金经理人可能摆脱这些波动范围。彻底完成这一过程的事实说明这不仅仅是又一次巧合。事实上，图表制作人很好地记录了发现行情可预测的点位的情况，因此，从根本上说他们可被视为是在记录群体行为的变动情况。

他们预测的成功在于这样一个事实，即股市历史以不变的规律重复着。从长远看，繁荣过后必是萧条时期，反之亦然，这是确定无疑的。威廉·赖肯斯坦(William Reichenstein)和多法利·多赛特(Dovalee Dorsett)于1955年发表的一项著名研究表明此现象很长时期以来一贯如此。[25]他们的研究成果和其他许多证据都说明投资者不必觉得自己是身处未标明的水域中，而且进入股市不是在黑暗中进行所谓"自由漫步"。但是，股市参与者很容易忘记过去发生的事。"在人力活动的领域中很少有像在金融界一样历史的作用如此无足轻重。"加尔布雷思写道，"过去的经历可以说完全是记忆的一部分，却因被认为是那些缺乏洞察力而无法领悟当今种种伟大奇迹的人的原始避难所而遭到摒弃。"[26]

即便过去的经历可能对了解现在用处不大，为什么投资者还会抹去记忆中以前的记忆呢？一种解释是他们可能纯粹无视过去，也就是说他们并没有抹去记忆，而是记忆根本不曾存在过。这种解释对某些投资者可能适用，但是对于那些虽然记得过去、但总说服自己这次情况会有所不同的许多其他投资者而言不能成立。

股市繁荣的特征是伴随一两种重大思想的提出的，人们坚信这些奇思妙想能够改变历史进程。最近一次股市繁荣，即在20世纪90年代的那一次，是围绕人们相信因特网会使商业运作方式和大众生活方式发生变革的观点。20世纪20年代的繁荣很大程度上是与最新发明的电话机、汽车及许多其他大批的新式消费品有关。由于这些新事物确实既新颖又振奋人心，所以投资者觉得自己赶上了新潮流，所以随波逐流而已。而对此持怀疑态度就等于反动和反潮流。

然而，与其说人们相信任何新事物，还不如说他们害怕被称做怀疑论者。只要认为情况不同的观点占上风，股价在上涨而且人们在赚钱，那么回顾过去的种种不幸就可能会被视为是促使重复的一种方式。没有信仰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人被视为是对产生巨大利润的力量的背叛。

巨大的压力迫使投资者进行团队合作，专业金融管理人更应如此。如果他们像第四章里查尔斯·美林一样警告投资者厄运就要来临的方式来提醒厄运的到来，他们可能是在将基金拒之门外，并给并购泼冷水，而且极有可能看到与经营业绩挂钩的各项收入下跌。谁也不愿意看到这些事情发生。

这种解释至少可以合理说明回顾历史为何存在障碍，但另一种解释很简单，即害怕记忆。当股市中弥漫着乐观主义气氛时，投资者并不愿意听到美好时光行将结束的话。促使价格上升的诱因随处可见。部分诱因是明显以经济回报的形式呈现的，但也会呈具体化的方式。加尔布雷思一针见血地指出："没人愿意相信这种(财富增加)是意外之财或不义之财；所有人都认为这是自己过人的洞察力或非凡的直觉的结晶。"[27] 他认为这种思想在崇拜中等财力的人控制着拥有大量财富人的情况下得到了加强。

随之而来的问题是乐观主义何时不再乐观，悲观主义何时支配市场。当这种情况发生时，投资者几乎不注意历史所明示的教训：行情的大跌产生巨大的机会。

记忆的另一面同样具有消极影响，即投资者在评估当前股市走向时过分瞄准以往经历，倘若有过不幸经历尤其如此。1929 年暴跌和随后的萧条的记忆在 20 世纪 50 年代仍然挥之不去，这意味着投资者故意避开在股市中赚钱的良机。他们不愿意一搏，因为他们仍然沉浸在持续 25 年之久的股价低迷的恐惧中。20 世纪 40 年代美国经济复苏本来足以诱惑人们回到股市，可是经济恢复直到 50 年代才最终使股价重新上扬。随着 50 年代中期股价的上涨，股市创下了 1946～1969 年间股市平均年增长率高达 12%的记录。那些一味错误吸取历史教训的投资者在 40 年代后期和 50 年代初期错过了一些千载难逢的机会。

新兴股市中的行为是不同的

偶尔会有一些有力的证据表明，发达股市的投资者的行为与新兴的或是十分不发达股市中的投资者的行为不同。某些新兴市场的投资者的心理令人叹为观止。我看到他们差不多拥挤在证券经纪人办公室周围，手中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挥舞一卷卷钞票嚷嚷着要炒股。我还亲眼目睹穷苦农民把辛辛苦苦攒下来的积蓄买了自己根本不了解的股票。

一方面，他们这么做完全有合理解释。他们是把钱从利率极低的国有银行中取出来转投进收益可观的股市。另一方面，他们冒着极大的风险，很多投资者几乎是用所有积蓄购买了股票。不论根据什么标准，这样的投资策略十分不明智。某些国家的证券市场的发展是从不理智到潜在的灾难，其股价高只是由于政府严格限制上市公司数量。限制上市的政策使得供需规律有利于股票发行方。即使假设发行股票的公司账目非常透明足以使投资者了解公司业务的本来面目，但是这些公司仍远算不上理想的投资工具。如果股票发行数量相当巨大(这完全可能发生)，那么过高的股票估值基础就会快速瓦解，价格就会暴跌。

在阿尔巴尼亚，自由市场社会形式业已取代了斯大林式的统治。在这里发生了近来最大一宗股市骗局，这绝非巧合。自由市场和股票诱发了大量投机，最后出现了各种图谋欺诈的投机。尽管现实情况是这些国家的市场远未达到自由的程度，但投资者表达了对失败的旧体制的不满，同时又对代表资本主义未来的股市或多或少地表现出盲目的崇拜。

大多数较大的新股市兴起于某种专制统治，或至少是兴起于带有高度干预性质的国家监督，印度的情况即是如此。建立证券市场的过程常常被视为开辟更加自由新纪元的一种重要象征。因此可以体谅这些国家投资者，他们希望在更加自由的思想影响下投资。与发达股市中的投资者相比，他们进入投资领域时所抱的野心更大，所怀的动机更复杂。

这使得他们的股市观念和发达股市中的投资者的股市观念迥然，也有助于说明为什么这些新兴股市的波动性如此之大的原因。这使得这些投资者面对恐慌更加无能为力。发达股市和发展中股市具有不同的风险观念似乎有待进一步研究。与此同时，有理由认为这些差异有助于说明股市中的不同行为方式。

有人可能认为，在新兴股市中外国大型金融机构投资者的加入缓和了当地投资者的活动。事实上，当地投资者在新兴股市中仍处于主导地位。外国大投资者可以进进出出，这与那些追求私利的政客所言相反，几乎没有证据证明这些外国投资者在操控大盘。大型机构投资者在新兴股市中持有的股份只占其投资组合的一小部分。

这些大型机构的行为基本上和其所代表的投资商的行为一样。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本上是规避风险的，虽然他们愿意在这些富有异国情调的海外股市上分得一杯羹，但他们的赌注相对来说不会很大。

直觉至上：挑战羊群效应

在股市繁荣时期投资者不会不规避冒险，只是他们的风险观念有所改变。在更加平静的时期曾被视为冒险的行为似乎不再具有高风险。事实上，在大牛市期间会冒更大的风险，然而此时这些冒险行为却被视为是处置新情况的明智之举。

似乎可以说大多数投资者在任何情况下都是不愿意承担风险的。真正发生变化的只是风险观念。这说明了为什么风险管理已经成为投资业的重要组成部分的原因。寻求新商机的基金经理人很快就意识到自己在和不愿冒险的客户打交道。仅有极少数人有强烈冒着高风险欲望愿意把一切押在投机之上。

投资者和其他人一样都想飞黄腾达，希望在行情上涨时赚大钱，为此，他们做好了准备，但是他们也想要确保自己的所作所为没有危险，还能让利润不断增长。难怪他们在冒险行为没有带来预期效果时会陷入恐慌。在这样的情形下，许多投资者会觉得受骗上当，想尽快从自以为是受骗的源头脱身。一群理性投资者很快蜕变为惊慌失措的一个群体。正是因为这一群体处于惊慌失措的状态并容易做出惊慌失措的决定，因此对于那些没有加入这个群体的人而言是绝佳机会。在这样的好时机，真正的回报属于那些意志坚定、十分相信自己判断力而不是听别人的观点的人。

采取这样的独立立场并不容易。朝着和人流不同的方向前进有遭到践踏的危险。但是在如同战场的投资领域，胜利常常属于那些在似乎指向同一方向的信息浪潮中冷眼旁观、勇于打破常规的人。这意味着胜利者要有能力发现指向另一行动方向的信息。

特维德援引影响过数代军事将领的德国军事战略家卡尔·凡·克劳塞维茨(Karl von Clausewitz)的话。他说："机会朝着那些能够接收相反信息并在一番充分的评价和批评后做出决定的人微笑。但是，如果信息证明、确认和强化上一条信息——为全局增添的一抹色彩，直到最后才终于强行下定决心，那情况就会糟糕得多。这样的决定很快会被证明是愚蠢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，所有的信息都是谎言和谬见。大多数信息都有误导性，人的担心和顾虑是繁殖假象与谎言的沃土。”克劳塞维茨在此力劝决策人要相信自己的判断力，并要让自信武装自己来对抗意识的压力。[28]

历史给追求反常规战略的军事将领带来好坏参半的定论，却告诉我们另一个全然不同的故事，一个敢于对处在恐慌时期的股市未来走势发表相反看法的人的成功故事。毫无疑问这些恐慌时期会不断重复再现。“周期性投机疯狂、相关金融损失和严重的破坏是制度中固有的，”加尔布雷思写道，“或许我们最好承认和接受这种现象。”[29]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　多元化是否能为应对股市动荡提供保障

现在普遍认为最保险、最成功的投资方式之一是进行多元化投资，套用一句俗语，就是避免将所有的鸡蛋放在一个篮子里。但是有大量证据表明投资多元化并不像人们通常设想的那样有效，而且当股市处于恐慌时期时试图进行多元化投资会面临种种问题。

彼得·林奇(Peter Lynch)在经营富达·麦哲伦基金(Fidelity's Magellan Fund)时是最成功的经理人之一，他别出心裁地创造了"多恶化"一词来归纳多元化的可疑观点。尽管如此，投资顾问们还是坚持要客户们尽量持多元化的投资组合。这似乎是一个容易理解的概念，可在 1952 年前却是个模糊不清的概念。直到哈里·马柯维茨(Harry Markowitz)具有开创性的著作《投资组合选择》(*Portfolio Selection*)的问世才把这个概念提升到严肃投资方法的高度。他为基金经理人提供了量化构成多元化投资组合效率的各种工具。

彼得·伯恩斯坦简要解释了多元化为何如此吸引人的理由。他写道："虽然多元化投资组合产生的收益与持有单一股票的平均收益率相等，但其不稳定性却低于单一股票的平均不稳定性。这说明多元化投资是一种免费午餐，只要你能使单一证券收益的协方差或相关性减少到最低，你就可以把一些虽有风险但预期收益高的证券捆绑在一起组成风险相对较低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合。”[1]

决策后悔

看来构建多元化投资组合的主要原因与其说是降低收益不稳定性，倒不如说是为了减少所谓决策后悔现象的发生。这让我们重新回到上一章的主题，上一章里我们讨论了规避风险以及相关的问题。伯恩斯坦认为这是多元化投资的主要动因。他发现投资者看到自己没有购买的股票升值时会感到后悔。“即使大家都清楚不可能只选择涨幅最大的股票，但许多投资者会因放弃的资产而后悔，后悔决策的失误。”[2] 为了避免后悔，投资者就购买更多的股票(即便数量不大)，这样他们赢钱的机会就大了。

何时转移投资

在繁荣时期固然好，可是在恐慌时期当投资者发现自己只有一种资产(例如股票)，而资产正在快速缩水，这时该怎么办？于是，他们开始想自己是否应该拥有其他资产，例如债券、地产和贵金属，或古董以及其他收藏品等更为另类的投资。

虽然在行情下跌时从一种资产转移到另一种资产常常有失精明，但是我们知道聪明的投资者在任何时候都会进行多种形式的投资以规避风险。如果行情开始迅速下跌，进入安全避风港的需要就增加了。在从一种资产脱身之前，尤其是对于曾经产生过丰厚利润的资产类型，投资者必须仔细考虑替代品是否能带来相同的收益。我们会看到，大多数像黄金股和普通股中的公用事业股等所谓的安全避风港，远远没有令人信服的记录曾给转移投资者带来什么回报。

做出转移投资，即做出多元化投资组合的决定通常不是由积极原因而是由消极原因诱发的。很难说多元化投资是一种一定能够增加收益的方法，在更多情况下它只能使损失减少到最低。在行情下跌，其他投资形式看上去比这样的动荡更成功、更诱人的时候，并不是决定多元化投资的最佳时机。情况经常是，各类市场涨跌互现，万一情况如此，多元化投资可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是浪费时间了。即便各类资产的作用不同，但它们之间的差异也不会大到足以证明因把多数或全部的投资组合换成历史业绩更优的某种单一资产形式而放弃的机会是正确的。

多元化投资组合收益

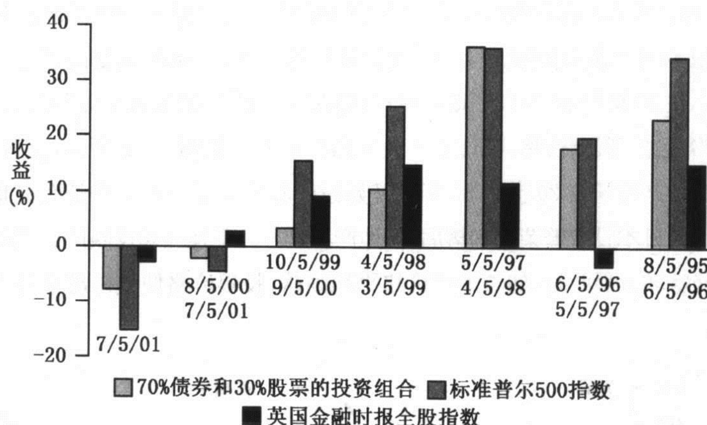
关于投资组合构成问题的争论颇多，而且大量的文献应运而生。不过大多数文献是为自身利益服务的，因为这些文献是出自基金经理人和推销人之手，他们为了给投资者以信心，设计了各式各样的多元化投资组合并声称会带来丰厚收益。我们这里的目的不是就投资组合多元化提出综合性建议，而是研究恐慌时期多元化投资的利与弊。也就是某类资产好像怎么看都注定没有出路而其他类型的资产却似乎越来越诱人之时。

我们以 1995 年 5 月～2001 年 5 月间的多元化投资的简单例子来研究这个问题。这段时期经历了 20 世纪 90 年代股市繁荣从巅峰走向衰落的过程。这一例子说明组合投资收益大大低于坚持单种投资带来的收益。这里的多元化投资组合再简单不过了。由美国债券（占总投资的 70%）和股票（占 30%）组成。图 7－1 将这一投资组合与全部投资于美国标准普尔 500 指数或英国金融时报全股指数（FTSE All Share ）的股票作了比较。多元化投资组合仅在一年（1997～1998 年）中取得了略高的收益，而且甚至在 2001 年 8 月标准普尔指数急剧下跌的时候，投资组合并没有获得较好的收益，还不如投资伦敦股票获得的收益高。综观这一时期，尽管在标准普尔指数开始下滑之前多元化投资组合可能比英国蓝筹股收益更多，但是，如果紧跟美国蓝筹股就会取得最高的资本回报。

由于投资顾问们几乎会一致建议投资组合多元化，所以在他们的圈子里提出多元化投资的策略是否明智的问题似乎是离经叛道的。这种观点的积极拥护者是沃伦·比特斯（Warren Bitters），经过对资产配置的研究，他总结道："相对小费用高效率的标准马柯维茨优化原则，多元化最大优化原则在投资多样的总水平上提供了富有吸引力的套餐。"[3]

这一表述相当复杂的观点非常接近标准观点，但它不总是装在投资者的脑子里。例如，1969～1975 年间，在美国股市剧跌之前，尽管海外股市明显存在获取更高利润的机会，可是美国的投资者几乎没有几个对国外股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：*FT Expat*，June 2002。

图 7—1　多元化投资组合与英美股票比较

市感兴趣的。一旦大家公认多元化投资进入海外股市是明智之举，那么海外股市总体上就开始随着华尔街的行情波动而跌宕起伏了。日本股市是当时惟一没有追随美国行情的大市场。这正好说明搞地域多元化投资是浪费时间。

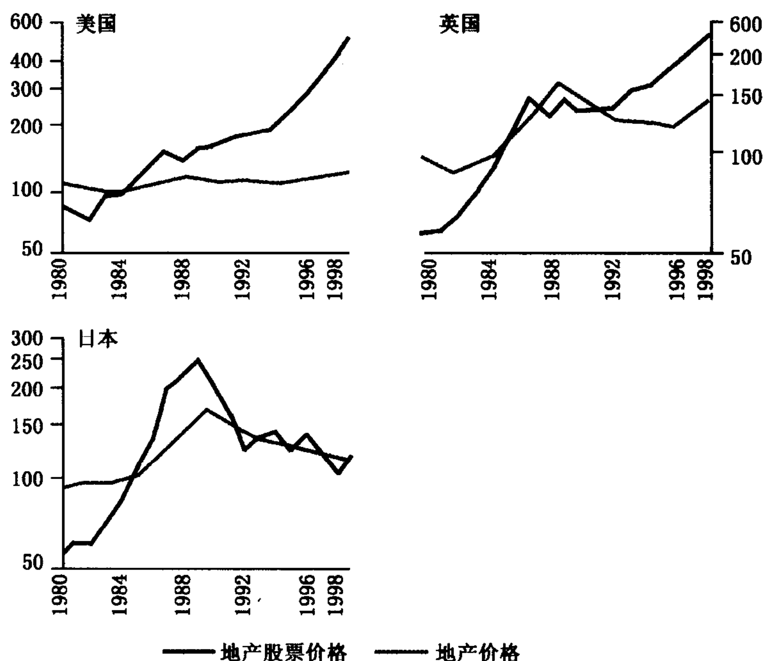
多元化投资地产

有一种似乎始终被证明是可以抵御通货膨胀并一直可与其他类投资相抗衡的资产，那就是地产。因此，投资地产在多元化投资组合优先考虑的名单上通常位居前列。金融学教授斯达西·瑟门斯（Stacy Sirmans）和C. F. 瑟门斯（C. F. Sirmans）对有关地产收益的历史文献所作的大量研究总结认为："在所研究的几个时期（主要是 20 世纪中期），地产比普通股、企业或政府公债更能有效抵御通货膨胀。"[4]

然而，这并不等于说地产提供了较高收益的最佳机会。国际货币基金组织的一份研究论文准确地回顾了地产和股票价格在 1980～1998 年间的表现，即对通货膨胀的适应性。研究三大市场中的这一比较是极其有趣的。在美国，在 20 世纪 90 年代股市行情启动时，地产价格却几乎没有动；甚至在 1987 年股市暴跌时也未使地产市场产生高于股市的收益。在英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国，地产价格的波动和股市的关系更加密切，但英国股市一经开始走出 20 世纪 80 年代初期的低迷状态，股价就加速上扬，上扬的速度高于地产市场。在 20 世纪 80 年代后期，当股市仍在从 1987 年的暴跌中复原时，地产价格超过了股票价格，但过了不久又落在后面。如图 7－2 所示，在日本，尽管地产市场在 20 世纪 80 年代开始以比股价更高的水平增长而只是在随后的日本股市繁荣期间落后，但地产和股市几乎是互为反映的。当股票从暴涨转入暴跌时，随着地产价格平稳回落，股票价格便变得越来越不稳定。



资料来源：International Monetary Fund，"Asset Prices and the Business Cycle，"*World Economic Outlook*，May 2000。

图 7—2　地产与英国、日本和美国股票比较

毫无疑问，相对于地产投资，股票的业绩更优的现象是最近的事，因为在瑟门斯二人的调查中列举了许多研究证明在 20 世纪 70 年代地产投资的业绩更为出色，尽管有其他研究得出相反的结论。此外，这些研究有许多都是基于地产基金的业绩，可能无法精确反映地产市场本身的变动状况。总的来说，尚没有证据表明地产作为一种资产类投资自始至终比股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加优越。

事实上，购置地产对于许多小投资者而言可能是他们平生最大的单笔投资，这就使整个地产投资问题大大复杂化了。在大多数情况下购置地产不只是为了获得一份资产，而更是为了有个家。因此，投资的动机可能与严格判断资产收益的标准关系不大。另外，由于资产也可以作为住宅用途，所以它绝不可能像其他资产形式一样在交易时具有速度快、不带任何感情色彩的特征。

尽管如此，在资产配置的不动产领域以及记住投资者既希望资产保值又希望增值的情况下，投资地产常被视为实现这些目标的主要工具。地产业因此成为其他资产类型的有力竞争对手。

不像股票和固定收入投资，只有在为了出租而购置地产的情况下，地产投资才能获得收益。业主通常不仅背负高额债务还需从所获收益中扣除各种成本花费，这必然大大减少净利润。如果购买地产是为了尽快转手，那么收益会更加明确一些。在这种情况下很容易就能算出地产交易获得的资本收益或损失。

这大概可以解释地产投资是一种成问题的投资形式的原因。而且，正如图 7—2 所示，地产的价值很大程度上与股市的行情相关。在英国尤其如此，然而甚至在日本这样其地产投资曾经有过几个时期超过股票投资的国家，两类市场巧合的倾向性也很大，而且发展趋势也一直相同。因此，在股市快速下滑时为了保值而选购地产看来算不上明智之举。想要通过地产投资来规避股市崩盘带来的后果看上去就更不是上策了。地产投资的最佳时期似乎是在高通货膨胀时期，这时地产可以抵制通胀带来的破坏性影响。这是彼得·斯派罗的研究成果。[5] 他的研究与瑟门斯二人所作的一系列研究有异曲同工之处。

所有这一切都归结到一个问题上，那就是地产投资在多元化策略中实际扮演着什么角色。我们知道地产是最难兑现的投资形式。就转移投资而言这本身就造成种种问题，而对于最终用户(在住宅市场和商业市场上当然有不同的最终用户，但是就大多数个人投资者而言住宅市场更为重要)还涉及与财产所有权相关的深层问题。通常来说，小投资者购买一处住所是其一生中最大一笔投资，这不仅占用了相当一部分资产而且还长期负债。实际上，作为居住用途的地产是不能用于交易的资产：即使买房人以房换房，任何资金收益通常又被投入到了更好的新地产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有在不是为了自用而是为了其他目的而持有的情况下，地产才能被视为可交易的资产，从而才能被认为是多元化投资组合中的活跃部分。从整体上看，除非在其他投资形式都失败或是由于急需资金而必须出售地产的不幸情况下，地产投资最好不包括在多元化投资的综合方案中。在这一点上，地产所有权虽然烦人，却是维持收支平衡的有效手段。

简单地理解，地产股票或通过信托间接持有地产股票同属股票投资形式。不管能否证明地产投资一直优于股票投资，但对于建立多元化投资组合这几乎无关紧要。

多元化投资黄金

热衷于黄金投资的人声称黄金能很好地应对通货膨胀，在其他市场处于混乱状态时，黄金被认为是较好的避风港。很难找到证据来证实这一断言。的确，1987 年暴跌造成的华尔街最大的恐慌后期非常准确地证实了这一观点的漏洞。

1987 年股市暴跌后，伦敦市场上的黄金均价从 10 月份的每盎司465.3 美元涨到 11 月份的 467.5 美元，后来升至 486.3 美元。次年黄金均价就回落至 436.94 美元，比 1987 年全年的黄金均价 444.46 美元还要低。自那以后黄金价格几乎一路下滑，直到 2002 年突然反弹至 300 多美元并引起了不小的轰动。

2004 年，金价重返 1987 年的水平，但黄金是以美元报价，而美元急剧贬值夸大了金价上涨幅度。黄金迷们觉得报了一箭之仇，可是他们因金价回升到只高于差不多 20 年前的水平而欢欣鼓舞似乎是有问题的。著名的凯恩斯黄金观点，即“野蛮遗物”，似乎仍然是一种看待这种金属作为可行投资选择的较为恰当的方法。

黄金不仅是一种遗物而且是一种绝对不会带来任何红利的投资形式。相反，那些拥有黄金实物的人通常还要付出一笔高额的储存费用。黄金(以及类似贵金属)作为不会产生任何收益的资产类型要想被证明是多元化投资组合的重要组成部分，还必须证明自己有过稳定的资金增值历史。除 20 世纪 70 年代末至 80 年代初较短的这段时期之外，近代史上可能找不到任何证据说明黄金除了少得可怜的一点收益之外还带来过什么。相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反，我们马上就会看到，黄金是收益最为糟糕的一类资产。

不过，黄金投资拥有大批忠实的追随者。在一些国家，尤其是在印度和中国，一般都会在生日和婚礼这些值得纪念的场合赠送黄金，受赠者长期保留这些黄金，一来作为财富储备，二来以备不时之需。大多数黄金是以首饰的形式加以保存，不会轻易用于交易。然而，这些黄金需求能帮助那些对黄金交易更感兴趣的人维持金价。

拥护黄金投资的人有一些奇怪的主张，例如，他们认为黄金是少有的具有内在价值的投资产品之一。尽管这种看法不完全有违事实，因为黄金储量有限并存在稳定需求（尽管在逐渐减少），但黄金的真正价值是由决定其他资产价值的同种力量而定。当对黄金价值的认识相对其他投资增强时金价就会暴涨，反之则会下跌。肯定不可能认为金价只是供求关系的反映。确实，黄金的供求平衡遭到极大的扭曲，因为这种金属的大量开采权掌握在政府手里，而政府做黄金买卖常有其他原因的驱使。

关于黄金还有一种有趣的观点，即黄金是惟一不负债的资产。虽然情况确实如此，但恰好是这一事实减除了金价震荡下跌时尽力提升其他资产价格所产生的许多压力。

有人大胆地尝试操纵数据以使黄金投资有好的形象，但即便是最忠实的黄金迷也不能伪称黄金是一种优越的投资形式，只能说黄金应该在组合投资中占有一席之地。这也是在国际黄金股份公司（International Gold Corporation）副总裁、经济学家尤金·谢尔曼（Eugene Sherman）所做的黄金业绩相对其他资产业绩的研究中提供的关于黄金投资的主要基础。他说："黄金在多种货币投资组合中扮演着多种角色。在较长的一段代表性时期（1968～1983年）里，黄金一直独立于股票、债券和货币市场的价格，与它们毫无关联。"[6]

谢尔曼总结说黄金是多元化投资组合中最基本的部分。就他的观点而论，他的研究幸好局限于相对较小的一段时间范围内，而当时的黄金表现处于最佳时期。因为他正好赶在1984年黄金价格狂跌的前夕完成了这项研究，所以他没有耍花招之嫌，而更多的是幸运时机的受益人。

如图7—3所示，黄金投资带来理想回报的美好时光在20世纪80年代初以后迅速改变。图中按比例划分了为期仅30年的金价和道—琼斯工业平均指数的走势。虽然股票在这一时期内多半是稳步上扬的，但黄金相对表现得不太稳定。此外，金价不像股价，股价屡创新高、回落、回升并拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，而黄金虽有过一些短暂的反弹，但一直未能回到20世纪80年代的最高水平，而且几乎一路下滑。此图最引人注目的地方是黄金价格的不断波动，如谢尔曼所说，一直与股票的运行没有多大关系。

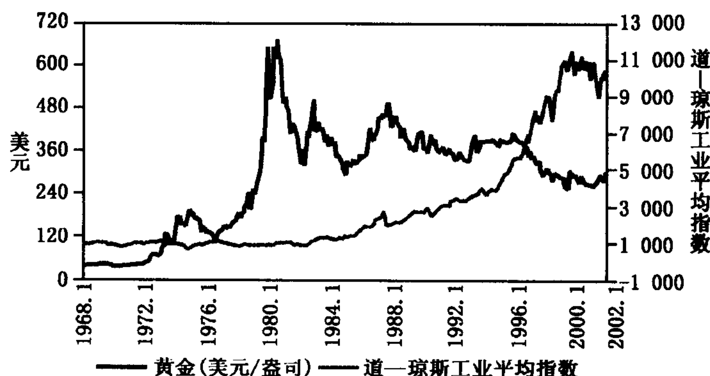


图7—3　黄金与美国股票比较

假使热衷黄金投资的人是对的，那么我们就该看到黄金从低迷的股市中大大受益。在1987年股市暴跌后金价确实出现过小幅反弹，而且在后20世纪90年代繁荣逐渐消退时，金价一直表现出某些回升的迹象，并最终在2002年2月突破每盎司300美元大关。这远比整个20世纪90年代200美元左右的价格高，但是仍然不及80年代初最高价的一半。

黄金之所以如此诱人，充其量不过是因为金价不像其他类型的资产总是追随股市。黄金只是最低限度的、似乎相当短暂地受益于股市下跌。有证据表明尽管黄金不如地产投资表现好，但它与房地产一样在通货膨胀时期表现较好。总之，很难对黄金投资产生较大的热情。甚至在股市剧烈下跌时，黄金也不是替代股票投资的较好选择，因为在金价开始上扬时，往往有相当诱人的股票开始低价入市。

多元化投资债券

另一种动荡时期的传统安全避风港是固定收入市场，特别是债券市场。黄金虽不产生收益但提供资本增值预期，而债券虽产生稳定收益但其资本增值预期小，尽管可以在债券到期之前为了利润提前交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨慎的投资者喜欢债券，因为债券能支付可以预见的红利。债券带来的红利或收益常常高于股票投资的获益。如我们在第三章所看到的，这是相对较新出现的现象，因为投资者直到20世纪50年代一直指望股票能带来较高股息，这样才能与持有股票的高风险相称。如今股东知道他们主要是以资本增值的形式获得回报，因此股份公司支付高额股息的压力有所减轻。这种情况在日本尤其如此，日本公司的股息政策相当保守，还往往将利润进行再投资以使其增值。

其结果是债券收益一直高于股票收益。这一来就产生了一大批债券追随者，他们既喜欢国债和公司债券的稳定收益，也喜欢这种投资工具的安全。《巴克莱股本——吉尔特研究》(*The Barclays Capital Equity—Gilt Study*)，一项由总部设在伦敦的巴克莱银行所做的比较债券和股票投资的年度调查报告始终发现，根据债券收益情况，债券比股票更具吸引力。2002年巴克莱报告显示在英国市场上公司债券实际收益在2001年创记录地达到6%，其收益超过了收益下降13.8%的股票。根据巴克莱的报告，公司债券的年平均实际收益在过去的10年中比股票高出1%。根据研究，在股票和债券收益的比较方面，美国股市向股东提供的服务更少。在2001年股票收益低于债券15.2%，而在前一年两者差距刚刚超过30%。[7]

还有人也认同债券收益更优的观点。例如，罗伯特·希勒写道："股票收益长期总是超过债券的证据并不存在。"尽管他的涉及每20年为一个时期的研究仅显示了一个时期，即1901～1921年，这时股票收益低于短期利率，但是，希勒认为未来股票收益将更差。他指的是股票的高估值以及新技术带来的变化的投资模式。[8]

希勒的分析以及巴克莱的研究成果的问题在于它们的重点是在股票收益上而不是收益和资本增加上。在现实中，真正重要的是这种结合。我们很快就会看到，从长远看股票由于资本增值带来的回报会更具吸引力，这就使得债券拥有相对较高收益的好处黯然失色。

每次股市陷入低迷，投资者最好投资债券的思想就会立刻出现。20世纪90年代繁荣的结束产生了一大批所谓保证基金，这些基金承诺不仅返还投资本金还会附带一些盈利。要实现这一点，就得把大部分，即70%或更多的投资基金投入到各种债券，剩余部分则购买股票。在这种情况下很容易明白这些基金是怎样达到"保证"目标的。不容易看出的是为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不愿直接去购买固定收益的工具而是宁愿承受把现金托付给基金经理人所带来的后果，而基金经理人却要收取高达5%左右的佣金外加酬金以作为管理资金的回报。当然，在股价下跌以及利润和安全的承诺似乎极好时，“保证”这个词听起来不错，但是，这些基金的概念，以及在困难时期把股票换成债券的观念都让人觉得极其混乱。在股市繁荣时期债券收益看来不错，但收益其实极为有限，因为股市繁荣常伴随着高通货膨胀率。这意味着债券实际收益(减去通货膨胀影响)往往并不高。

正如我们看到的，在股市不景气时把股票换到债券的问题是，债券收益多少是与股票价格的波动连在一起的。因此股市下跌时，债券收益也下跌。另一方面，正是因为股票价格在下跌，所以股票收益开始增加。这种模式在绝对不是由经济状况或企业效益的状况引起的恐慌时显得更加突出。1987年的股市暴跌非常有力地说明了公司利润相对不错、股价迅速下跌、股票收益却在急剧增长的情况。因此，假如在股市急跌时投资者把股票投资转移到固定收入工具上，那么这种谋求较好收益的做法就有悖常理了。

这样转换的动机是希望有一种安全。如果时机看上去很糟，那么债券投资者会从这样的事实中得到安慰，即万一企业亏损他们就成为有资格最先获得赔偿的债权人了。假使他们持有政府公债，他们就会更有保障了，因为政府不容易破产也不太可能失信。然而，2002年阿根廷投资者发现，政府在陷入严重的经济危机时可能修改提供和偿还债务的规则，使这些规则变得更加苛刻。这件事的简单道理是，投资任何种类的资产都没有发现有绝对的安全保障。有些种类的资产比其他种类的资产风险更大。债券的风险等级仍然是较低的，这可以解释为什么在出现金融动荡时它们看上去有吸引力的原因。

股票与只有股票的情况

与投资地产、贵金属一样，债券从来没有创造出过股票所创造出的收益，与一些广为流传的错误概念相反，投资股票不仅能确保带来较好的收益，而且一直证明股票的投资风险较低。

这一观点可能在一些新兴股市中不太实用，新兴股市的股票风险的确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很高，并且在一些规模较小、流动性差、较为安全的股市里也不太实用。但就投资美国股票而言上述观点基本上是实用的，而且由于华尔街如今是全球股市无可匹敌的主宰力量，因此，我们完全有理由主要讨论美国股票的情况。

杰瑞米·西格尔(Jeremy Siegel)的一项具有影响的重要研究成果得出的结论是："在过去的两个世纪中，美国股票的复合利润(实际平均利润或扣除通货膨胀后利润)是每年 6.7%。这意味着股票投资的购买力每 10.5 年会翻一番。21 年后股票市场将使个人财富增加 4 倍。42 年后，略不到两代人的时间在股票市场上积累的财富将会增加 16 倍的购买力。"[9]

好消息还不止这些，因为如果考虑股票价值而不是只看由于股息支付而产生的收益，那么所持股票的价值增长会更大，而这是以所有其他种类的资产为代价换来的。西格尔的研究发现，从1 800年开始 1 美元的投资和再投资，到 1992 年底其价值就会达到 305 万美元。这一数字既包括资本增值也包括股息支付。在这一游戏中与股票相抗衡的是债券。于 1800 年投资到政府公债的 1 美元，到 1992 年就值6 620美元。如果购买短期国库券，其价值就会增长到2 934美元，而将这 1 美元投资于黄金，其价值仅 13.40 美元。[10]

这些数据很有说服力，是投资者应该把所有精力都集中在股票上而完全不理会其他种类的投资的有力佐证。即使西格尔承认股票投资在短期内比债券投资的风险性更高，但是他坚定不移地认为："从长远看股票收益十分稳定，因此股票比政府公债或是短期国库券更加安全可靠。"[11]

即使整套投资组合全部由股票组成，但仍然存在筛选问题，这个问题就是要么是打算获得最大的收益，要么是打算提供某种保险以对付亏损风险的多元化概念，但是本书的基本立场和西格尔的观点是非常一致的；依我看，股票已证明是迄今最有利可图的投资形式。的确，我会进一步讨论并重申这一观点，即当证券市场陷入恐慌以及价格下跌到值得买进的时候，股票尤其具有吸引力。即使那些在行情急剧下跌时不愿买进的人也应该三思后再将股票卖入跌市，不要希望卖掉股票套取资金后通过投资其他某类资产的部署能够获利更大。历史上还没有证据表明在恐慌时期逃离股票市场进行多元化投资是明智之举，相反，这种举动通常是下下策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场里的多元化

尽管一心一意投资股票市场的情形很普遍，但甚至是最忠实的股迷也不敢倾其所有投资一种资产，即使在单一的投资类别中有很大余地实现投资策略多元化，投资者也非常谨慎。从最基本的层面来看，这是为何几乎没有几个经验丰富的投资者会让自己的股票投资组合仅仅局限于某特定股票甚或某行业的股票的原因。行业与股票中的多元化十分普遍，所以几乎无需讨论。

然而，对于是否应该变动投资组合，将投资周期中不时出现的高资本化股票包括在内的问题，投资者之间讨论热烈。例如，在 20 世纪 90 年代投资者就曾面临把所谓的旧经济股票从投资组合中清除出去，代之以来自电信、传媒和技术部门的所谓新经济股票的强大诱惑。正是由于这些新技术股票非常时髦，因此它们的市场融资水平高，如果投资组合中充斥着占整个市场融资很小比例的股票，那么投资组合看上去就不平衡了。

在第五章里我们知道基金经理人约翰·凯里曾经说过，即使新发行的股票的融资水平高，他也非常谨慎，让新发行的股票在他的投资组合中占相对较小的比例。有的人就轻率得多，并且这些新奇股票经常会带来可观的收益，这使他们更加不谨慎。不买这些股票的人往往在投资组合中的收益率较低，但是在这些新股急剧下跌时他们在大多数情况下基本都能避免较大损失。明智的折中做法是买进一定数量的高增长股票，与此同时保留足够比例的表现稳定的股票。许多投资者都使用这种办法并作为一种投资组合多元化的主要办法。

防御性股票的巨大神话

这种折中办法似乎可行，但在行情严重下跌出现时情况会怎样呢？在这一点上许多金融顾问所倡导的多元化投资策略最为怪诞。他们敦促投资者在股市下跌时要赶快买进所谓防御性股票以求自保，这通常意味着购买公用事业公司的股票以及其他被认为最有抵抗力的股票。令人索然无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味的公用事业股票步履蹒跚，大多数情况下不会推波助澜。公用事业股充其量股息略高于其他股票而已，但总体来说它们在大的投资组合中长期处于平静状态，毫无建树。道—琼斯公用事业指数(The Dow-Jones Utilities Index)表现不仅自始至终比不上道—琼斯工业平均指数，而且经常差距很大。

结果，当股价整体上开始下滑时，防御性股票的价格往往上涨。换言之，当其他股票开始变得便宜时，防御性股票却开始变得昂贵。鼓吹防御性策略的人当然不会如此描述这种变化。为了证明自己观点的正确性，他们必须能说明在行情动荡时防御性股票是物有所值的。问题是他们不能够拿出经验证据来证实他们的说法。表 7—1 说明了重大危机过后华尔街公用事业股相对于道—琼斯工业平均指数的整体表现。

表 7—1　　一个世纪的股市复苏

日期	道指跌幅百分比	上涨 10%所用时间	道指重新上涨 10%时公用事业股指数
1929 年 10 月 28 日	12.80	5 个月	+18.3%
1929 年 10 月 29 日	11.73	1 天	+18.1%
1929 年 11 月 6 日	9.90	3 个月	+13.9%
1931 年 11 月 24 日	7.06	45 个月	−47.5%
1932 年 10 月 5 日	7.15	7 个月	−20.6%
1933 年 7 月 21 日	7.80	20 天	+5.0%
1934 年 7 月 26 日	6.60	26 天	+9.2%
1937 年 10 月 18 日	7.75	8 个月	+7.8%
1940 年 5 月 14 日	6.80	36 个月	−3.1%
1987 年 10 月 19 日	22.60	2 天	+14.5%
1987 年 10 月 26 日	8.04	4 天	+3.6%
2001 年 9 月 17 日	7.07	2 个月	−9.9%

表 7—1 表明过去 100 年里在华尔街的最大单日百分比下跌之后，改投公用事业股的有 12 次，获得较高收益的仅 4 次，而且在此期间主要的道—琼斯工业平均指数有 10 次反弹。在大多数情况下，股市行情暴跌后公用事业股票价格达到最高值，随后公用事业股又快速回到死气沉沉的状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态。即使公用事业股票收益高于道—琼斯工业平均指数，一旦把交易成本计算在内，公用事业股的收益也不足以大到值得从其他股票中退出来的程度。

股市恢复期历时较长时，公用事业股票的表现大大不如其他股票的表现。这在大萧条时期尤其如此，当时人们可能指望公用事业股票的表现超过其他股票的表现。为公平起见，应该补充说明的是，在大萧条时期特别是紧接1929年股市暴跌后的那段日子里，公用事业股指数确实有过一些较为可观的增长，但一旦脱离此背景，公用事业股又远远落在其他股票的后面。

尽管如此，在股市陷入恐慌时人们仍然可以转做防御性股票，然而仅限于短期一搏，而且投资者在整体指数开始回升时要能灵活应变，快速脱手公用事业股票。从较长期来看，防御性股票仍然是差的投资。

转战不同股市

如果股东在恐慌时期不想转做防御性股票，那么他们可能愿意考虑转到其他股市，以便使损失最小化，或首先规避损失。这主意听起来不错，而且正如我们看到的，当美国股市陷入萧条时，特别是在20世纪60年代和70年代这个主意看上去对美国投资者很有吸引力。尤其是日本股市相对于不景气的欧美股市似乎非常具有吸引力。

与图2—1相比，图7—4考察的时间段更长一些，图7—4说明日本股市脱离英国、德国和美国这些成熟股市中的股价波动的程度。

难怪海外股市的多元化投资那么吸引人，特别是在20世纪80年代。这一观点在20世纪90年代初期，当时东亚股市的一流表现，尤其是那些设在中国香港、新加坡、韩国和中国台湾所谓“四虎经济”地区的股市，以及后来的印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国等“小虎”国家的股市。然而1997年亚洲虎泡沫完全彻底地破裂，因为当这些股市衰退时，几乎又一次开始重蹈了华尔街的覆辙。

日本仍然没有脱离自己的轨道，尤其在20世纪90年代期间，当时其他地区行情正如火如荼而日本股市却进入了长期的下滑。

尽管日本看上去仿佛与全球的其他股市格格不入，但是仔细研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

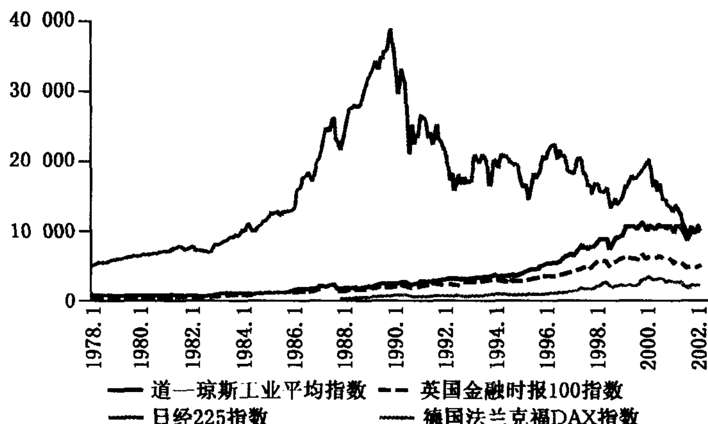


图 7—4　世界股市追随华尔街

图7—4后发现，在华尔街急剧下跌时日本行情也随之下跌。自从日本的股市繁荣在20世纪90年代末走向衰退以来，它的走势就与华尔街的走势几乎并行不悖。

假如所有股市都是追随华尔街，那么这就有力地说明在危机时期把多元化投资转向其他股市是荒唐之举，不过当美国处于较长时期低迷状态时，这会增加我们到别处寻求多元化投资的机会。

多元化投资衍生工具

从一个股市转到另一个股市或从一类股票转到另一类股票来获得多元化的投资，尽管有时候昂贵却是相对直接的多元化投资形式。虽然更加复杂但有证据表明更有回报的是通过投资金融衍生工具来实现多元化投资。尽管有些金融专业的学生视之为多元化投资的最佳方法，但其他金融学生却认为衍生工具市场只不过是疯狂投机的冒险事业，其风险性极高，那些想要寻求安全稳妥多元化投资组合的人通常难以接受。

我们知道衍生工具市场并不像某些人以为的那样属于新生事物。金融风险管理教授唐·钱斯(Don Chance)半开玩笑地说衍生工具市场的起源可以追溯到《圣经》。《圣经》的"创世纪"一章中记录了雅各为了迎娶拉班的女儿拉结怎样履行契约服了7年苦役的事。之后拉班却坚持要雅各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

娶他的长女利亚，所以雅各又取得 7 年契约，再次服了 7 年苦役，最终得以与拉结结为夫妻。[12]

这是极好的，但却切中要害，表明衍生工具和契约的概念在被金融市场采用以前已有很长一段历史了。当然，金融市场对衍生工具交易进行改头换面，使它的涵盖面更加宽泛、更加系统化、更加透明，并成为一种控制风险的主要手段，另一种叫法就是套期保值。衍生工具交易对金融市场产生的另一个作用是允许以空前的水平进行投机。

衍生工具市场内的投机成风致使衍生工具市场中的其他功能无足轻重。格雷格·拜尔(Greg Beir)作为市场的参与者而不是旁观者曾经一针见血地指出那些认为衍生工具市场能降低风险的人可能脑子有毛病。“其意图可能是为了降低风险，”他写道，“但实际情况是他们把赌注从资产交易转移到了套期保值交易上来（潜在资产加衍生工具）。如果人们采纳了套期保值，那就是对套期保值的风险进行投机，而不是对价格走势或市场波动趋势进行投机。”[13]

然而，有许多人尤其是股市视避险为一种套期保值。用经济学家阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall)的话说就是做套期保值的人“不是在投机，是在上保险”。接受套期保值交易者传来的风险的下家可称为投机者。严格来说，无论是谁，只要没有在股市期货交易中持有优先股就可以被认为是投机者。

许多从事期货交易的人回避使用投机这个略带贬义的词。经营保险公司的人当然不会承认自己是投机者，但他们的确同样承担期货市场里所谓的投机者承担的那种风险。在这两种情况下，保险商和期货投资商都愿意承担一定风险，而且也愿意为此获取酬劳。两者惟一的差别是保险公司以收取保险费的形式保证某种类的回报（虽然他们可能在与被保险人的赌博中失利），而期货市场中的玩家则没有任何保证可言。

衍生工具市场与套期保值市场几乎相同，尽管在衍生工具市场上获取惊人的利润和惨重损失给人的印象与保险市场相去甚远。我们看到日本股票期货交易曾经是怎样搞垮英国的霸菱商业银行的。尽管没有造成毁灭性影响，但同样著名的是宝洁公司(Proctor and Gamble)通过利率互换从事衍生工具市场贸易致使在 1994 年亏损 1.5 亿美元，从而意味着该公司不得不销售大量肥皂粉来填补损失。大西洋彼岸的德国钢铁工业集团公司(The Metallgesellschaft)由于从事石油期货贸易在 1993 年亏损额甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至10倍于宝洁公司的损失。衍生工具市场上还有其他巨大亏损和盈利的无数例子，所有这一切表明衍生工具市场是疯狂投机之地。

的确如此。在这里有人愿意继续承担套期保值者承担的巨大风险。假使尼克·里森在日本证券期货交易中的疯狂赌注获胜，那他就以赌赢日本市场的神奇小子里森而著称，与乔治·索罗斯通过赌注英国货币的贬值而赌赢英镑并闻名于世如出一辙。事实上里森不过是为所有那些正确估计日经225指数将下跌的许多投资者开出了保险单。这些投资者也是在投机而非套期保值，不过他们的动机如何无关紧要，在残酷的金融市场上，只有一个衡量成功的标准：利润。由于衍生工具市场提供了用较少的赌金赚取较高利润的途径以及存在较大亏损的风险，因此，这里常常被视为检验投资者能耐极限的地方。

极力鼓吹衍生工具交易的诺贝尔奖获得者默顿·米勒(Merton Miller)不同意这种观点。他认为："金融期货市场不仅能提供价格风险保障，而且这种保障成本较低、容易变现，对于客户而言，其可靠性是任何其他最佳选择都无法比拟的。"他进一步补充说："投机者不做套期保值。"[14]

举例来说，股票作为套期保值者获取保障的途径可被视为是持有一家公司或一批公司的股票，并且通过指数化合同的形式购买一份关于某一股票或是一批股票的卖空期货合同。换言之，就是在期货市场上持仓以期价格下跌。如果价格上涨，那么在现货市场上所获利润将高于在期货市场上所受的损失；如果实际股价下跌，那么在期货市场上的空头部位所获得收益将大于这一损失。约翰·梅纳德·凯恩斯认为这种套利保值所付出的成本相当于投资者为了避免风险而缴纳的保险费。即使套期值不产生利润，这种方法也至少能使损失最小化。

米勒为此列举了一个生动的例子。他描绘了这样一种情形，即一位基金经理人希望减少2 000万美元的股票持有量。一种方法是抛售股票，买进债券。但米勒指出这样做不仅费时而且需要支付两笔交易费用。另一种方法同样能达到分散投资的目标，那就是在标准普尔500期货指数合同中持有价值2 000万美元的空头部位。在这笔简单的交易中，价值2 000万美元的股票完全做到了套期保值。米勒的意思其实是投资者可以留在股票市场，毕竟这块市场的表现一贯优于其他种类的资产；同时又能完全规避重大损失。正如凯恩斯所认为的那样，如果说有什么成本，那也只不过相当于一笔保险费而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无为至上

许多人无所作为却胜人一筹。在投资领域，他们把握十足，知道有充分的理由通过不作为而有所为。这是因为在现货市场不同种类的股票之间换来换去，并且再具体点说，在不同类型的资产之间换来换去，总是隐含着不小的成本。这实际上意味着投资者需付出大量额外费用来改变它们的投资策略。在恐慌时期当亏损的恐惧超过其他顾虑时，人们似乎更愿意付出这份代价。然而在恐慌时期，他们其实更可能因抛售股票而蒙受损失，其原因恰恰是他们在买方市场上卖出股票。恐慌之前的多元化应该是出于避免恐慌抛售的需要，但是正如我们看到的，这并不现实，因为许多市场和局部市场是一起波动的。这就使多元投资的收益更加虚无缥缈。

即使有确凿证据证明股票是无可争辩的头等资产，但只有胆略过人、对股票有十足信心的投资者才会不考虑其他类型资产，因此期货市场及其他衍生工具为那些不愿冒险却对股票有自信的人提供某种套期保值。

股票总有不如其他投资形式更具吸引力的时候，但是这种情况改变不了一个基本事实，即从长远看股票市场提供最佳收益。这一定让那些既没工夫也不喜欢在投资组合上瞎忙活的投资者备感欣慰。启示很清楚：一旦投资了蓝筹股组合，那么无所作为常常是上策。

虽然股票的表现自始至终优于其他类型资产，但是在行情发生波动时总有机会从一种资产转到另一种资产。的确，市场的特性就是有涨有落，如果只是这个原因，那么从一个市场出来的资金就得在另一个市场中找到归宿。显然，在资金发生流动时投资者面临大量机会。事实上，短期的机会投资转换可以产生巨大回报，这不应该被误认为是一种策略。从涉及长远计划的战略角度看，寻找机会之窗以获利当然重要，但是这与采用多元化作为一贯的投资策略并不是一回事。

多元化的简单教训是很难实现，一旦发生恐慌，很难成功并且代价通常较高。照目前情况来看，不畏艰辛坚持做股票是最可靠的，这也是投资历史的昭示。没有永远不变的事，因此可以想像历史进程也会变。然而现在没有迹象表明这一刻随时会到来，也根本无法确定万一这一刻到来又会导致什么变化。

对于本章标题中提出的问题，简短的回答就是“不能”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 市场总是对的吗

俗话说市场总是对的，这的确是自明之理：市场价格永远不会错，意思是说市场价格反映市场在任何特定时期所达到的某种水平。然而这种说法通常赋予了更加宽泛的含义，即市场需要大智慧，尤其是股市。

可是有越来越多的证据表明市场并不一定总能反映出相关企业的真正价值。的确，公司主管们用太多的时间来取悦投资者，而不是集中精力改善自己经营的企业的业绩。我们看到公司经理人，甚至是一些大公司的主管们对股票业绩非常痴迷，以至于采用可疑的手段操纵公司账目，以便展示他们良好的业绩，在某些情况下，为了蒙蔽投资者他们会采用欺诈手段。

甚至是最贪婪、最积极的市场人士也不会否认有这类现象存在，但他们会说这些事件仅妨碍了市场在提供一种能有效调整金融条件以适应变化的环境的机制所扮演的角色的理解。另外，这种观点的拥护者会说证券市场不仅是记录经济走势极好的晴雨表，而且也是衡量经济状况的标准。

回到基本问题

现在略为回过头来看看股市应发挥什么功能的基本问题。从纯理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的角度看，回答很简单：股市是为谋求风险资本的公司提供找到愿意为获得一份利润而承担这些风险的投资者的机会。此外，存在自由市场使得投资者有机会交易手中的股票，从而使公司有机会重回股市并在需要时获得新的资本。

股市越来越明显没有完全发挥好自己的功能，而且即使股市正在发挥着部分功能，但市场参与者的体会也似乎与上面给出的定义有距离。股市投资者不应该操控公司的经营方式，但现在他们似乎就想这么做。尽管持有公司股份意味着拥有所有权而且股东有资格享受公司的部分利润，但这并不意味着把公司的管理职权交到投资者手里。

当今上市公司的主管们整日不得不小心提防股市行情。他们常向证券分析师、会计师、投资金融家以及其他被认为是客观的专业人士咨询意见，可是这些人常常只有一个兴趣：推动股价上涨。而一旦公司发行了股票，那么股价是涨还是跌对于公司而言至少在理论上是无关紧要的了。

股票投资的渊源

以前的情况一直如此吗？显然，答案是否定的。然而回顾股市的渊源，说明早在股市历史发展初期就已经埋下了今天市场状况的种子。

大约 4 个世纪前，在英国当从事海上冒险交易的发起人四处寻觅投资商来赞助他们的计划时，有组织的股票市场就合情合理地出现了。由于这些高风险的投机缺乏借款人一般要求的担保物，因此这些发起人无法求助于当时的借贷市场。于是他们允许投资者分享其冒险投机的利润，这种利润很可能大大超过一般贷款所得的收益。这一金融主张合乎逻辑并且深入人心，不久就从航海投机业扩展到其他资本行业。荷兰人进而将其发扬光大，快到 17 世纪在首都阿姆斯特丹设立了一家交易所，不仅从事公司股票买卖，而且还经营政府债券以及各种期货交易和期权买卖。这是一个提醒，即股市中据说是更具投机性和冒险性的终端产品——衍生工具的交易几乎不是什么新事物，也不是在 20 世纪下半叶引人注目的新生代精明商人所独有的专利。

正式的伦敦交易所而不是股票交易者非正式的聚集地始于 1670 年左右，当时股票和商品经销商在伦敦市的康希尔共同使用一座建筑。1698

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年股票经纪人创建了专门交易所。而后来在纽约成为世界上规模最大的证券交易所的开办时间远远晚于欧洲大陆上的那些交易所，当时在 1762 年有 24 个人开始经常聚集在一颗古老的梧桐树下交易少量的股票。然而，纽约并不是美国第一个拥有证券交易所的城市，因为早在华尔街存在之前美国的费城已有交易所在开门营业了。直到 1817 年纽约城里大量非正式的股票买卖才有了实质性的交易机构。

只有那些乐观的人才会相信证券交易所刚开办时绝不是投机场所。诚然，这些交易所也是筹集资本的地方，但要说投机从一开始就是较为诱人的东西还值得商榷。从理论上说股票市场的存在主要是为企业发展筹措资金。尽管许多公司通过这些市场毫无疑问地从公众那里筹集到大量资本，但值得怀疑的是这些募集的资本到底有多少是用于了投资，而不是给大多数股东提供从企业榨取利润的途径。

企业的股票基金至今仍比信贷基金的规模小。造成这种情况的主要原因之一是如果企业所有者认为通过保留股权能够赚到更多钱，那么他们很少会愿意出售股票。然而，随着市场的发展，许多企业家发现通过买卖股票能够实现可观的利润，这种利润常高于所谓纯企业经营的利润。这一点是在有组织的市场刚建立后不久发现的。在股市领域内一直积累了众多的曲解，这一发现又是一次。

如我们在第四章中见到的，股票市场即使有问题也只是为投足募集的资金在衰退。尽管如此，股票市场依然快速发展，正在吸引越来越多的投资者。在美国，20 世纪 90 年代初投资者将金融资产的 22.5%投于股票。根据投资公司研究所(The Investment Company Institute)的研究，到 90 年代末投资股票的平均水平上升至 50%以上。有理由认为这些增加的投资额是受到资本收益的诱惑，而不是出于参与企业发展的愿望。

鉴于这种情况，股市已日益背离了其最初的宗旨，越来越像卡西诺赌场了。股市有自己的生命力，几乎不考虑它们应该代表的潜在企业。一旦这种情况发生，它们对非理性和极端行为的脆弱性就变得更加突出。这一点让我们清楚地了解到了为什么股市难以被说成是完美的市场或有效市场理论可以得到证实的地方。

有效市场理论的问题

这就引起一个市场有多理性并在多大程度上有效发挥筹资功能的整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题。备受学术界讨论的有效资本市场理论讨论的重点是股价将反映预期股息的价值。一般认为股息很重要，因为股息能具体说明评估公司的投资收益和股价之间的联系。股息率反映在股息支付中，股息支付是将公司利润的一部分付给投资者。有效市场理论研究的情况更近了一步，因为有人提出股票价格实际上提前预见股息的高低，从而构成了预测公司利润走向的宝贵工具。

简言之，有效市场理论说明股票的真正价值是由股息的高低决定的。大多数股市投资者会对此略感惊讶，因为如今很少有投资者在作投资决定时会主要考虑股息的高低。事实上，投资者往往是根据他们的投资能兑现多少利润来做出投资决定而不是根据坚持做投资。

然而我们假设有效市场理论是正确的并且股价和股息之间的波动存在明显的相关性。有研究显示这种相关性确实存在。例如，加利·桑托尼(Gary Santoni)和杰拉德·德维尔(Gerald Dwyer)对上世纪的股价和股息的波动作了研究并发现了两者之间的相关性，不过他们发现 20 世纪 70 年代缺少这种相关性。[1]

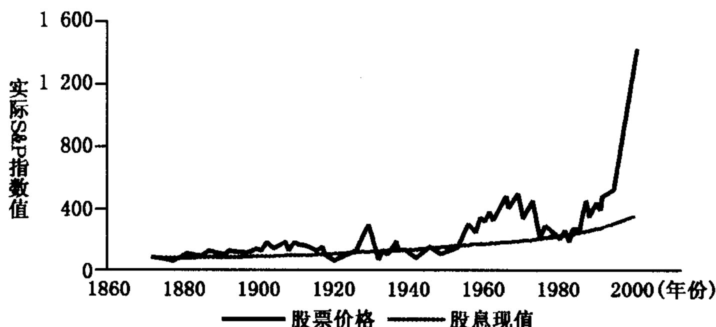
其他研究得出了截然不同的结论。罗伯特·希勒就是有效市场理论的强烈反对者之一，他认为“有效市场假设的论点是经济思想史上最明显的谬论之一”。[2] 希勒指出这一理论的关键错误是试图解释股价波动的原因。他认为“投机性资产的收益几乎是不可预见的”。因此，他提出“股票的实际价格接近其内在价值，即具有预见未来的、真正最优股息贴现率的目前价值”。然而，这种情况并不存在。

希勒对股票价格和美国公司收益(而不是股息，股息仅代表公司希望分配的收益份额)的研究表明，股票价格自 19 世纪下半叶以来一直远远超过收益。但是两者之间的差距从来也没有 20 世纪 90 年代这么大，只有 1929 年在股市崩盘前夕股票价格所创下的峰值可与之相提并论，可即使是当时其悬殊程度也只不过相当于最近一段时期以来创下的缺口的一小部分。[3] 股价增长和股息之间同样几乎遵循类似的缺口模式，不过，图 8—1显示在 20 世纪 40 年代和 50 年代这种模式被打破。

图 8－1 清楚地表明，认为股票价格能预示股息价格波动的说法毫无依据。一个世纪前并非如此(尽管股息和股票之间的联系较为密切)，现在更非如此。

法比欧·卡那华(Fabio Canova)和吉阿尼·德·尼可罗(Gianni De

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资料来源：Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Figure 9.1。

图 8—1 股票价格与股息

Nicolo)所作的研究显示，在欧洲股息收益与股价波动的联系更加不紧密。然而他们认为在美国和欧洲股票价格与生产增长率存在相关性。[4] 这似乎从另一方面说明经济增长与股票价格之间存在紧密联系，从而也表明证券市场具有理性特征。

有效市场模式的倡导者的问题是：他们认为股票价格能够预见未来收益(并由此预见股息)，但不管历史性收益。他们说这解释了为什么股息高的时候价格股息率低的原因。然而，没有趋势线说明这种预见的运作方式，而且股息与股价之间的悬殊太大根本无法解释。

根据史蒂芬·勒罗伊(Stephen LeRoy)的研究，有效市场理论还存在另一个根本问题。他写道："如果资本市场在这一点(即能够反映未来预期股息的贴现值)是有效率的，那么股票价格的变化就应与导致未来预期股息修正时的新信息有独特联系：如果股息预期不错，那么股票价格就会上升。"[5] 如果股息预期恶化，那么就会出现相反情况。我们知道尽管股票价格走势与股息完全保持一致，但这种情况并不存在。

约翰·梅纳德·凯恩斯没有直接卷入这场有关效率市场的争论。然而如我们所知，他以独到的见解指出投资者对推测别人如何看待某某股票更感兴趣。能够赶在其他投资者之前抢先猜到人们对某股票估值的看法有什么变化是赚钱的关键。猜测完全有可能是正确的，并且这些变化的看法也反映一只特定股票的根本价值也是完全有可能的，但还没等广大投资者得知变化了的股票价值，这一切就早已发生了。事实上，在短期内人们的看法对错与否并不重要，重要的是这些看法使行情波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是理性的股市行为？

认为市场行为的理性就是认为参与者的行为理性。这是一个不可靠的认定，尤其在市场过热并吸引了许多根本不知道自己在投资什么的投资者的时候。专业投资者也不应该被认定是理性的，专业人士应该更容易获得信息，但他们不一定会完全理性地运用信息。

举例来说，在20世纪90年代互联网鼎盛时期，当市盈率超过100时股票经纪人及分析师们纷纷建议股票交易，他们这么做理性吗？几乎可以肯定是不理性的，因为盈利记录表明，要用100年的时间，这些股票的价格才会与它们支付的股息相匹配。有关互联网疯狂还有更多极端的例子，其中一个是对雅虎公司的估值。该公司一度以500左右的市盈率进行交易，并依然位居经纪人"购买"的前列。互联网繁荣是一段令人振奋的时期，"潜在"收益的乐观话题代替了单调的旧式盈利话题。

因此，我们很容易明白为什么劳伦斯·萨莫斯（Lawrence Summers）所作的一项有影响力的研究会得出这样的结论："甚至草草的研究都可以证明许多交易者所遵循的战略与股票的估值不存在紧密联系。既没有理由认为不理智的交易者会销声匿迹，也没有理由认为他们不能够推动股价。"[6]

从这种意义上说，大多数投资者并不是想通过股息支付的形式获取利润，而是希望通过资本增值赚钱，他们的理性可被说成是在购买可能大涨的股票而不顾及这些股票的基本价值时的理性。然而，这是一个极其重要的问题，因为彼得·斯派罗所作的研究显示，一直以来资本增长对股票价值增长的作用远不如对股息支付的增长期的作用大。他发现1957～1986年的30年间标准普尔500指数的复合实际年增长率只有0.9%，而在此期间股息平均收益率是3.9%。[7]

最近股价的上涨很有可能改变了斯派罗所描述的情况，但他的研究仍然具有历史意义，因为最近股价的大涨让许多人忘记了投资者在过去十分迷恋股息收益的事。在20世纪90年代股市繁荣期间，从股票交易中获得的收益原本可以大大超过0.9%。这不仅对大多数投资者来说是重要的，而且对投资者不重视股息收益的原因做出了解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际推动股价的因素很有可能是谣言，这种谣言改变了投资者的情绪或新消息，情绪和新消息的变化影响着公司的财富。当传出企业合并的消息时，不管这一消息是真还是假，股价往往都会大幅上扬。当市场中流传说某公司领导层有变动或是短期内与股息毫不相干的许多其他事情有变时，都会造成股票价格的波动。

研究股市行为不理性的另一方法是考察较长一段时期内股票价格的异常波动。这种波动并非由恐慌引起，但正是由于这段时期存在延续性和顽固性，所以对投资者更具伤害性，它所提供的获利机会远远比不上恐慌时期。现在市场的目光集中在单日剧烈的价格涨跌，所以很少有人还记得1972～1975 年 3 年间全球股市下滑 60%～75%的事。对投资者来说，这是一段悲惨的时期，但由于市场下滑井然有序而且期间没有出现什么轰动事件，所以那次行情大跌并没有被视为金融危机。始于 20 世纪 90 年代并持续了 10 年多的日本股市的下滑也没有被看做是一次恐慌。这次下滑被称做是一场危机，只是时间长而已，并最终会得到解决。

在较长的时期内市场表面看上去是理性的，这种事实可能给鼓吹自由市场充满理性和至高无上的人以安慰，但对投资策略的思考作用有限。这是因为短期的不理性有助于解释恐慌爆发的原因，并有助于解释那些未被短期情绪所左右的人在理智恢复时仍旧赚钱的原因。

股东价值的偶像

然而，任何理智的突然出现都会因股东价值偶像的增大而减少。股东价值偶像这一概念直到 20 世纪 80 年代后期才为一般人使用，而且最终使用范围有限。股东价值听起来是个不错的主意，然后你会意识到它其实包含两层意思：其一是指百分比收益的增长；其二是指来自于收益增长的股价上涨。百分比收益增长绩效不仅是一种非常有限的评价企业实力的方法，而且其判断方式也更加有限和失真。

在最繁荣的时候仅依靠一种标准来判断公司的绩效是不可靠的，假使这一标准有缺陷，那肯定是危险的。这就是为什么较明智的投资者往往喜欢考虑到其他因素，诸如公司靠资本创造收益的能力，或投资者会研究现金流的状况并计算出企业继续发展所需的现金量。最重要的是公司进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最基础研究要更多地关注公司的长期绩效记录而不是看公司每年甚至每季度的收益差别。

关注股价和将公司经理人的兴趣调整到股票绩效时所产生的问题是提高股价的目标本身就成为了最终目的。因此，当股票价格上涨时公司经营者就会得到回报，即便公司的实际经营可能在下滑。在互联网繁荣的鼎盛时期一些赚取了高额利润的公司老板所经营的企业几乎没有任何收入。的确，他们成功不是靠经营企业的盈利来衡量的，而是靠公司股票价格的高低来决定的。由于这个标准与收入几乎没有关系，所以这些新经济经理人也非常赞同减少所谓的资金消耗率，即资金投资的消耗比率。接受过传统会计方法教育的人简单地称之为亏损减少，但这一难听的术语在充满希望的、重获新生的新经济领域内是避而不用的。

盈利游戏

与此同时股市投资者开始对公司经理们提出过高要求。20 世纪 90 年代在股市处于牛市时出现过两位数增长的要求。投资者就会以低股票估值的形式来惩罚没有拿出这一指示的收益的公司。

公司非常热衷于玩盈利游戏，并许诺盈利继续增长。为此有各种巨大压力。媒体在报道公司事务时一般集中在公司利润上。一个颇有影响力的网址为 WhisperNumber. com 的网站在发表了一些有关利润的非官方预测和有关利润走势的谣言时吸引了大批的追随者。在美国，汤姆森金融／第一预测(Thomson Financial / First Call)为公司的盈利所作的分析师预测的平均数受到广泛报道。其他各大证券市场均有自己统一的预测机制，所有这些预测都受到广泛关注。纽约大学的巴鲁奇・勒夫(Baruch Lev)把分析师们在公司吹风会上提出的问题收集起来，经过调查发现绝大多数问题都与利润有关。

无怪乎对盈利的痴迷构成了分析师工作的重心。然后他们大量抛出盈利预测。如果公司披露的盈利高于分析师们的预测，公司股票价格就会急剧上涨。如果未能达到一致的预测，那么公司股票价格就会迅速下跌。

人们对盈利近乎顶礼膜拜的崇信导致了对盈利性质的理智讨论的缺失，也忽略了对公司在不同发展阶段具有的差异的讨论。市场忽略了这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个事实，即希望一个成熟公司与一个抓住市场份额并积极壮大实力以站稳脚跟的新型实体有同样的盈利水平是相当不合理的。百分比增长数据固定值的含义是：按百分比算，盈利增长比如从 100 美元到1 000美元看上去很不错，但1 000美元仍然是个小数目。相反，按百分比算，一家获中等盈利增长的公司其盈利比如是 5%，它很有可能给出 8 或 9 位数的等级的回报，这无论如何都是实实在在的现金。

20 世纪 90 年代的实际情况是美国公司年均盈利增长大约为 7%左右。然而，一些雄心勃勃的神奇股公司公布的盈利增长数字大大地超过了这一平均水平，这一事实向投资者表明这就是标准。这些公司并未停下来问自己这些盈利的大跨越是如何实现的，或更重要的是问自己这些盈利大跨越对公司的长期健康是否有好处。执笔于《纽约时报》的哈里斯·科林伍德(Harris Collingwood)报道说：

> 由于公司经理人为所欲为，因此在股市繁荣的日子里他们并不打算放弃盈利游戏。参与游戏的回报太丰厚，不参与游戏的惩罚太严重。但理论上至少有两类专业群体——审计公司和分析师——应对投资者负责，限制公司经理人图谋私利的冲动，使他们的行为受到有效监督。相反，有太多的分析师和审计人员与管理层串通一气，隐瞒一些股市中经营最混乱的公司的实情。[8]

盈利游戏遵循许多规则，其中只有几条是包括通过有组织的增长或给企业增加真正的价值而不是股东价值来扩大企业的。随着 20 世纪 90 年代股市繁荣的结束，有些游戏玩家不顾一切地提高他们的盈利数据，结果只能彻底违规。繁荣结束后出现了一系列前所未有的公司丑闻，这在第四章已经进行过比较详细的讨论。这些丑闻的共同点是企图操纵账目以使该公司看上去有可观的盈利增长。编造这些数据的某些手段是彻头彻尾的欺诈，还有些手段显示非常可疑，似有操纵的嫌疑，这些手段可能不是彻头彻尾的欺诈但肯定也会给人以盈利的错觉。

美国厨具制造商日光公司(Sunbeam)在 1997 年和 1998 年初通过“借用”一段时期的销售额并把它累加到另一段时期的销售额上面的方法包装其利润数据，这家公司如何操纵账目的过程有助于揭示操纵账目的本来面目。这家公司这样做并没有违法之处，但却遭到了股东们的集体诉讼。股东们声称自己受到了误导，其原因是日光公司设法让经销商在野餐烤架需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求并不旺盛的冬季囤积野餐烤架，于是从日光公司的仓库把这些器具装运出来并"卖掉"，这样就使日光公司第一季度的盈利预测看上去准确无误了。但是经销商并没有支付仓储费，因此在支付时间到来之前这笔费用已经被记录在案，而第二季度和第三季度的盈利数据看上去就糟糕了。这一花招的设计对象是投资者，因此他们惊恐万分，抛掉了日光股票。最后日光公司来到联邦破产法庭上寻求保护以免受到债权人追讨。日光公司的传奇故事远不到冰山的一角，似乎只能排在企业操纵公司账目丑闻的后面，所涉及的金额远少于世通公司或泰科公司消失的资金数目或其他后20 世纪 90 年代企业倒闭所涉及的资金数额。

并购游戏

日光公司与通用电气公司(General Electric)相比是小巫见大巫。通用电气公司在杰克·韦尔奇(Jack Welch)的领导下创下了盈利的巅峰，他不断创造惊人的盈利，简直可以说是华尔街的英雄。现在看来当时大部分的盈利增长不是源自企业的实际成长，而是来自于大量无节制的高价收购。韦尔奇在 5 年多的时间里平均每年收购 100 家公司。

与此同时，世通公司在不到 5 年的时间里收购的公司超过 75 家，其中最大规模的一次收购是在 1998 年以 370 亿美元收购美国 MCI 通讯公司。与通用电气公司一样，世通公司也因这些并购获得极佳的盈利增长。结果其股价也随之上涨，使公司有能力继续购进更多的企业。

通用电气公司和世通公司的所作所为非常正常；的确，合并和收购行为的激增是股市繁荣的典型产物。并购是在 1929 年暴跌前并又在 20 世纪 60 年代被人认识的，当时投资银行(在英国被称为商业银行)首次意识到致力于合并和收购活动会提供重要的收入来源。在 20 世纪 80 年代股价的下跌导致了许多公司的股票估值非常低，使它们在类似美国的 T. 布恩·皮肯斯(T. Boone Pickens)和欧洲的詹姆斯·戈德史密斯爵士(Sir James Goldsmith)这样的企业掠食者面前显得十分脆弱。这些企业掠食者一拥而上，大肆并购，他们做出保证会让公司的资产变得更加有效率，并释放公司的潜能。

如此并购导致了两种令人不快的发展，这两种发展证明比任何企业增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效或是其他企业成就都来得更持久。首先，并购造成了融资收买，这就允许掠食者依靠公司未来的预期盈利获取贷款。其次，并购鼓励公司利用自身的资源回购股份。如果这一招无法奏效，那么倒霉的公司就会对掠食者支付所谓的绿色邮件(Greenmail)让他们知难而退。这两种防御形式消耗了大量原本配置到真正资本投资的资金。

20 世纪 80 年代是个不确定的年代，在疯狂的接管过后，当清理这些合并和试图合并的恶果时出现了停顿。然而随着股市在 20 世纪 90 年代初期慢慢复苏，所有这一切又被忘得一干二净。出现了相当荒唐的情况，即亏损严重或最好也不过是盈利微薄的公司能够收购规模大得多并有真正盈利预期的公司，原因仅仅是它们的股市市值水平大大超过有利可图的公司的股市市值水平。这使得它们用价格较高的股票来换取这些公司的资产。

20 世纪 90 年代的合并的不同之处仅在于其并购规模。根据《新闻周刊》(*Newsweek*)的一次调查，合并风在 2000 年达到顶峰，当时全球总共耗资达 3.4 万亿美元，平均每 17 分钟在世界的某个角落就有一宗合并在进行。该杂志援引荷兰堤堡大学经济学家汉斯·谢恩克(Hans Schenk)的话说："自从 20 世纪 60 年代以来合并后的公司在生产力、盈利能力、申请新专利、增加市场份额等方面一般要比独立自主的公司差 17%。"谢恩克经过推算得出在 1996～2000 年间欧洲和美国的并购价值总额达 9 万亿美元，但却由于没能带来经济增长或是实际上破坏了经济增长而造成约合 5.8 万亿美元的资金浪费。[9]

谢恩克的研究成果与科尔尼企业咨询公司(AT Kearney)的调查不谋而合，科尔尼公司调查了遍布 53 个国家的24 000家公司。覆盖 1998～2000 年的这份报告发现仅有 20%的公司间的合并其营业额增长率超过了行业平均值；在股东价值实际上涨的公司里，60%的增长归因于内部增长；剩下部分则是由于并购活动所致。[10]

在 20 世纪 90 年代合并热中，网络运营商美国在线接管时代华纳公司是更大轰动的并购失败案之一。在接管时代华纳公司时，美国在线的股市有较高的市值，但是利润却不及时代华纳公司的一半。此外，时代华纳公司预期贡献的收入在合并后的公司中占 80%以上，而且在合并后一段时期内其现金流量约占 70%。然而，被兼并的却是时代华纳公司。在并购大功告成时人们普遍称之为一大壮举。两家公司合并后的市场价值升至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 900亿美元；两年过后，当所有的市值纷纷跳水时，美国在线时代华纳公司的市值下挫得更加厉害。合并公司的市值跌至1 350亿美元，少于美国在线并购时代华纳时所花费的1 460亿美元。到了 2000 年 4 月，合并公司的资本总额暴跌至 850 亿美元。

如果公司合并一直不成功，那为什么还这么普遍呢？合并的根本原因涉及规模经济、成本节约、增效作用、更多竞争机会。拥护这些理论的研究寥寥无几，密尔肯研究所(Milken Institute)的经济学家苏珊娜·崔巴斯(Susanne Trimbath)所作的研究是其中之一。她的著作《合并与效率：跨越时间的变革》(*Mergers & Efficiency: Changes Across Time*)调查了 1995 年之前 5 年时间里财富 500 强企业中的 276 家合并公司，时间正好是 90 年代合并热达到高潮前夕。她发现其中 2/3 的合并公司确实提高了效率并节约了成本。根据在创收中降低所承担的费用测算，效率提高最大的 100 家公司利润平均增长了 5%。然而合并规模较小的公司似乎成效最佳，由于她的研究范围没有涵盖某些合并不太成功的那段时期，所以不能说如果她的研究时间再延长一些，她的论断就会有所不同。[11]

崔巴斯的研究成果与其他研究者的研究成果大不相同，后者直言不讳地下结论说，合并不能产生高质量的公司。如果这种结论有道理，那么就需要找到答案来揭示合并的动机。从某种程度上说答案可能仅仅在于首席执行官们的巨大的利己思想，他们想要控制越来越大的公司。这一点当然不可忽视，但也不可能忽视带给经营较大公司的公司主管们的物质回报，以及因合并公司增长的盈利和股价而增长的报酬带来的奖赏。

毫无疑问，公司完成合并可以给首席执行官们带来高额奖金。例如，1999 年快斯特通信公司(Quest Communication)收购美国西部公司(US West)之后，快斯特公司的首席执行官约瑟夫·纳赤欧(Joseph Nacchio)得到了一笔2 600万美元的特别报酬。在交易的另一方所罗门·特鲁吉罗(Solomon Trujillo)由于出售公司而赚得1 500万美元。这一并购确实没有达到预期目的，纳赤欧被迫丢了饭碗。这件事意义深远，但也只是后话了。

此外，在并购活动如火如荼时总会出现某种羊群效应。公司开始担心它们正在失去这次最富刺激的活动，因为对手们集结在一起整合成表面上似乎更加强大的实体。在一种工业部门掀起并购潮时，此行业内部的竞争对手几乎不可避免地会向自己的投资银行家咨询如何重新调整这些决定。

并购充其量是实现公司快速增长的途径，可是一些规模巨大的并购经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历表明这种增长不但难以维持，而且在很多情况下都虚无缥缈。还没等人们弄明白是怎么回事，合并公司通常已成功发布表面上似乎较好的盈利数据，假如执行合并任务的主管们动作敏捷，他们就会抓着“金色降落伞”很快逃之夭夭。这一切胡作非为都得到了股东的怂恿（直到情况变糟），并已成为牛市不可或缺的特征，这一事实表明市场的性质十分令人担忧。

股东赚，公司亏

股东要求盈利增长，不论靠什么手段，因此，当盈利增长突然下滑他们就会感到失望，当意识到由于并购行为使得成本杠杆变得极高、很危险时，他们又感到惊慌失措。随着股票价格在新千年进入疲态，人们开始对20世纪90年代股市繁荣的性质提出了疑问。对股市繁荣的所有宣传都是真的吗？

爱德华·钱塞勒（Edward Chancellor）推出了有力的证据支持怀疑论者。[12] 首先，他对美国生产力数据在20世纪90年代期间的迅速增长提出质疑。他认为90年代末为技术进步所作的调整使生产率数据增加了0.5%，这使得90年代生产率的增长稍微高于70年代和80年代，但是大大低于60年代3%左右的惊人增长。

其次，他认为这十年中股票收益被大大地高估了，原因是相关数据的测算结果没有包括这段时期产生的大量债务。这意味着如果考虑负债情况，股票平均收益更合实际的数字应是13%左右，而不是报道的22%。

增加盈利的压力也使得经理人想方设法节约成本，只要不妨碍公司成长或不妨碍提供所需资金以满足企业自身的发展，这种做法是值得称道的。破产后的安然集团员工和盘托出了他们的经历，他们的经历说明，股票价格上涨时成本降低的幅度严重妨碍了他们的工作，因为股东对盈利增长表现出很高的热情。再者，公司发觉如果给创造长期成效而又在资产负债表的底线产生短期下降的资本投资留出大的余地，那么创造惊人的盈利数字是困难的。这是对考虑必须使用哪一种长期投资来发展企业的一大障碍。纽约桑福德·伯恩斯坦研究公司（Sandford Bernstein）的一项调查发现，在20世纪下半叶资本支出水平最高的美国公司的股价表现得远远不如那些资金耗费较少的企业的股价。[13]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪90年代美国各大公司按收入比例降低资本支出的比例并把资金花在回购股票之类的事情上。这么做不仅在国内也在海外市场上削弱了公司竞争力，在这样的市场上美国各大公司所使用的资本设备比欧洲竞争对手配置的设备陈旧得多。以造纸工业为例，美国制造商的设备平均使用年限已达17年，是欧洲公司所使用设备年限的2倍。在钢铁工业领域，美国生产商的工厂比海外竞争对手的工厂陈旧得多，因此，在2002年布什政府不得不通过征收保护性关税发起了一个营救工业的计划。

很难说股票市场已帮助公司更具竞争力，然而股票价格大涨以及企业利润率上升让人感到非常放心，一切均不错。

股市如何破坏经济

可是当股市行情下跌时情况会如何呢？经济合作与发展组织（The Organisation for Economic Cooperation and Development，简称OECD）的研究人员试图给出问题答案。他们发现，特别是在美国，股票价格急剧下挫达20%会影响到家庭消费，家庭消费第一年会下降1.2%，第二年会下降1.1%。这在国内生产总值上表现为两年均下跌0.8%。但是英国影响没有这么严重，家庭消费第一年小幅下降0.2%，第二年下降1%；国内生产总值在第一年没有变化，在第二年下跌0.4个百分点。根据这项研究，其他欧洲国家的经历与英国的经历如出一辙。在日本影响略大，私人消费第一年下降0.6%，第二年下降0.7%。与此同时，国内生产总值第一年下跌0.5%，第二年下跌0.4%。看来较小幅度的股价下跌（日本是10%，而美国是20%）对消费产生的影响大体上是一致的。换言之，大致上说，影响只相当于损害的一半。

经济合作与发展组织（以下简称“经合组织”）的研究没有考察股价下跌造成企业投资下降的情况，但是引用了其他研究，这些研究表明对资本投资支出的影响比对私人消费的影响高出4倍。然而，资本投资在经合组织国家中仅相当于家庭消费支出额的1/4，这一事实说明对经济增长的总体影响很可能是一样的。[14]

任何认为证券市场在经济中起积极作用的人一定承认有时候股市也会对经济增长起到负面影响，但此论点更重要并更具破坏性。事实上，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难说股市会促进资本运作得更好或的确在向企业提供壮大企业的途径。认为股市未能提供增强企业活力的途径和提供企业发展的支持反而在不断地破坏企业的发展是相当有道理的。再者，股市在牵制着公司经理人的注意力，他们过度关注金融市场而忽略了改善企业经营。

回避股市的企业家

有这样的趣事，许多企业家经营着高价值的公司，但他们不敢申请上市，因为他们害怕股市投资者不切实际的各种要求会阻碍企业成长。为我的一家公司供货的一家成功公司的老板直言不讳地说："假如你以为我会雇用穿着整洁并拥有两张工商管理硕士文凭而且根本没有常识告诉我如何经营我的公司的股票经纪人分析师，那你一定疯得很厉害。"具有讽刺意味的是，许多成功的企业家宁愿从与日俱增的风险资本机构那里获取资金，然后这些机构往往鼓励那些成功企业上市，因为这会给基金经理人提供一条从他们的投资中获取利润的途径。

私募股票也正在成为公司中更加广泛使用的办法，公司寻找新资金但渴望从那些愿意长期持有这些股票的投资者那儿得到现款，这些投资者明白偿付可能需要一些时日。

尽管非股票市场形式的资本募集似乎不可能一直保持现在的水平，但是对股市作为产权投资市场的优越性的任何自鸣得意都应调整到这样的思想，即一些更好的股票发行正完全绕过证券市场进行。

假使西方股市接纳了盛行于被大肆诬蔑的日本股市的一些思想倾向，也许股票发行就不会绕过股市。日本投资者明白企业需要将大部分盈利进行再投资以促进企业成长。他们并不要求获得高额股息支付而是注重资本增值。其次，大多数上市的日本公司进入股市时都有银行家、供应商、客户以及其他生意伙伴参与进来。从某种意义上说这种做法并不健康，因为这会产生阴谋小集团，但是从另一角度看这样做意味着持有股票的实体将把具体兴趣放在潜在企业的成长上，而不是过度关注股票价格。

受雇人员与控股股东的对比

对股权和股票销售的不同态度只不过是更为复杂的国际大背景的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分，当从华尔街的视角判断股市时，这一点常被忽视。在华尔街以及其他成熟的股市上，多数大公司的掌控权已经从公司创始人及其家人手中转到了职业经理人手里。这已经成为美国企业发展的状态，即如有名叫福特的人重新执掌福特汽车公司的大权，那么就会有人感到惊奇。

在西方，多数经营大型上市公司的人手中都持有大量的股票，但是不足以取得控股权。结果是连首席执行官也会由于董事会的意愿被雇用或被解雇。这进一步意味着公司的独立董事会更加自信并更有可能对管理层的行为提出质疑。

这种情形有利也有弊。其中的利是管理方式更专业、更客观。其次，持股不占多数的经理人更可能（尽管没保证）以真正独立的思维来处理公司的业务。其中的弊则是希望跳槽的经理人很有可能不太忠诚。管理顾问布兹·阿伦·汉密尔顿（Booz Allen Hamilton）在2002年发表的一份调查报告考察了欧洲和美国2 500家大公司的管理层变动。调查发现在2001年有230家或几乎10%的公司更换了首席执行官。这一数字比1995年更换的首席执行官多50%以上。在同一时期首席执行官们的平均任期从9.5年下降到7.3年。[15] 首席执行官以下的管理层变动就更为频繁了。

大多数高级主管绝不容许对自己的公司有半点儿不忠，但是他们还是不太可能像企业创始人那样对公司忠心耿耿。此外，他们认为他们的忠诚在于股东，大多数股东与他们一样很可能是一心想实现资本增长的临时股东。这说明了公司经理人为何常关注短期收益的原因。这些收益最有可能出现在公司合并时期。经理人会说考虑到股东的利益他们有责任促成合并。在这种情形下，他们的热心不太可能受到因合并有望赚取的优厚奖金而受到影响。在这样的情形下，合并是否真正对企业有利的长远希望可能会丧失在所有被搁置的更加诱人的其他利益中。

这是些复杂的问题，在这里顺便提及只是为了考虑这对股市和投资者意味着什么。简而言之，似乎可以认为管理层与公司的所有权日益脱节使公司更像可以自由交易的经济实体。成熟股市并购的稳步增长可为这一断言提供佐证。

如果可能将这一观点向前推进一步，那么就有可能让人觉得，假如公司实体本身可以用来交易，那由此就可推断出公司的股东将会对可买卖的实体更加感兴趣。他们会指望从买卖公司的过程中谋取资本收益而对公司利润率稳步提升带来的递增收益感兴趣。在互联网最繁荣的时期（正好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是19世纪中叶铁路繁荣期间所发生的事件的翻版)这种心理得出了合乎逻辑(或可以说不合逻辑)的结论。根本没有盈利的公司仍然能够靠未来有盈利的允诺以高价被买卖。这些没有盈利的公司的股票也可以高利润进行交易。实际情况是,这时公司不仅已经成为可以交易的商品,而且由于这些公司没有多少资产价值可言,所以拿来买卖的其实只是概念或想法。

发达股市的上市公司与新兴股市的上市公司形成了鲜明对照。在大多数新兴股市里上市公司仍然由公司的创始人经营,或者至少由创始人家族管理,他们掌控着绝大多数股份。在亚洲地区大多数上市公司仅有一小部分股份掌握在公众手里,有时只有10%。有些地区实行较低的限制条件,例如中国香港规定公众至少拥有公司股份的1/4,公司才能保持上市公司地位。

与英国或美国相比,亚洲的并购少,这并不足为奇。如果合并发生,通常也是由于恐慌抛盘的结果。健康的公司实体往往不会考虑合并。

家族控制和家族管理带来的好处是上市公司具有相当程度的连续性,公司的拥有者极少会考虑参与并购活动。由于他们拥有大部分股票份额,所以不太可能受到投资者提出的更高股息等诸如此类不合理要求的左右。然而,这些企业主中多数人的收入大半来自股息红利,而不是工资或是别出心裁的什么职工优先认股权方案(这一点在第四章里有详细论述),因此他们可能在高额股息支付中享有既得利益。CLSA新兴股市(CLSA Emerging Markets)经纪代理公司研究了亚洲蓝筹股公司中的股票期权,他们发现在研究的11家公司中有8家向员工提供股票期权。在股票期权安排就绪并且没有被当做开支看待的地方,他们大致的印象是:盈利被平均高估6.8%,与特别影响美国蓝筹股公司的失真数据相比,前者还不到后者的1/3。[16]

此外,家族企业不太可能会卷入我们在美国看到的会计欺骗,因为如果他们这样做,那他们除了欺骗自己以外不会欺骗其他任何人。企业主经理人的优点在于他们一直集中精力发展企业而不是推动股价上涨。

但家族控制的缺点是巨大的。这些企业由于任人唯亲而通常缺乏专业管理。虽然在理论上讲这些公司是公共公司,但是企业主的所作所为仿佛就像是在经营私人公司。这意味着企业管理远没有透明度可言,与对股东承担的责任观念实际上背道而驰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更为糟糕的是大股东的私营公司财产狡猾地混进并撤出公共公司，损害了小股东的利益。如果小股东提出抗议，那么他们就会被告知去投资另一家公司。有时这种资产的混进混出会严重损害小股东的利益，因此小股东最终不得不迅速撤出，结果上市公司不得不私有化。可是，尚未等这事发生，损失已造成。

新兴股市上的投资者都知道即便大型企业在很大程度上也是由个别名人所掌控，这与美国的情况相比有过之而无不及。美国一些商界精英是媒体明星，但是他们经营的公司在自己离职后仍旧能良好地运行。在亚洲情况并非如此，大公司和它们的大老板是同义词。在中国香港，投资者会购买李嘉诚(或当地人所称的"超人")控股的任何公司的股票。在印度尼西亚苏哈托当权时期，只要是连寿良(Liem Sioe Liong)[或苏多诺·萨利姆(Suono Salim)，他的印尼名字]开办的公司，其股票就肯定好卖。在这一例子中，政治和商业之间的紧密关系得到了彰显，因为在苏哈托政权覆灭时连寿良这颗明星也很快陨落了，此乃新兴股市的一大特征。在几乎所有的新兴股市中均有商界大亨的触手，他们操控股市，这与 19 世纪末美国股市处于初级阶段时所谓强盗资本家支配股市的情况很相似。

抛开一切：股市实情

股市没有走过成熟股市走过的弯路以及不经历其他股市的扭曲就必然得不到发展。可是股市现在真的已经发展到了要拖它们曾帮助发展的企业的后腿的地步了吗?

可以说在成熟股市中公司经营者似乎受股东们短期私欲的挟持，而在新兴股市里公司老板大多不理他们的股东却会迎合他们的短期利益。这两种情况无论哪一种都不能说股东的存在增加了其股票正在交易的潜在公司的价值。

然而，这种对情况的轻描淡写忽略了股市中的许多有利因素，这种有利因素在迷住众多市场观察者双眼的金钱大漩涡的重压下失去了自己应有的地位。公司发展较好的途径往往是通过募集股票资本而不是负担沉重的债务。此外，通过股票交易来筹措资金的愿望意味着要对股东承担责任，股东可能怀有不切实际的期望，但是他们最终会重视企业成长，而且会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给有所成就的公司带来回报。尽管如此，股市常以其有悖常情的方式一点一点地训练着经理人。有时候这种训练会指错方向，但其他时候却富有成效。

此外，股市在为上市公司的员工提供激励机制时会扮演一个重要角色。这是因为股市为配置股票提供了一种机制。股票期权配置给员工入股投资本企业带来极大好处，但对这一配置的滥用已给这一好处蒙上了阴影。在大量配置股票期权的董事会会议室外面，许多公司将所有的股票期权全部分配，从而使公司员工增加对自己工作单位的投资份额。

对股市作为重新分配财富的工具给予更大讽刺的例子是驻伦敦的一位商业新闻记者帕特里克·霍斯金(Patrick Hosking)。他认为“股市有的时候比任何社会主义者还具革命性”。他在讨论 20 世纪 90 年代繁荣结束后出现的股价大跌时写道：“股市暴跌就是造物主把财富从富人手中分配到下一代穷人手中，而且完成这一过程不需交一分钱遗产税。”[17] 霍斯金的意思是进入低迷的股市的新投资者面临天赐良机，能够以他说的“切合实际”的价格买到低廉股票。当然，没有什么事能够阻挡现有投资者做出同样的举动，前提是在低迷的股市中他们的财富没有因被迫抛售而损失殆尽。

股市也是量化公司状况的有用工具，在某种程度上还能量化经济状况。温斯顿·丘吉尔对民主的著名评论完全适用于股市，他认为民主制度虽然漏洞百出但还是优于所有其他制度。尽管股市远非完美无缺的价值量化器，但从长远看股市几乎能在总体上反映经济状况，特别是公司状况。股市的问题是飘忽不定的，因此股市如面向未来(这是股市的本质)，那么股市既是良好的也是不好的经济运行指标。

同时，有理由证明股市对公共政策也起着作用，尤其在那些法律体系尚不健全、政府老是任意更改商业策略规则的国家。世界银行的一份研究指出：“富有生气的股市虽说不是什么别的东西，但其潜在的巨大经济利益则凸显政府竭力运用政策或法律来阻止股市发展所付出的代价。相反，激励股市和银行双双繁荣的国家计划能够产生引人注目的效果。”[18]

最后，股市所起作用的最好证明归结为什么企业离开股市会继续生存的问题。毫无疑问可以开创其他渠道来募集股本，可以找到其他巧妙的融资途径，但是他们很可能最终还是会建立起新的市场来交易股票。这些市场要求透明度高、流动性强，能为交易提供便利条件。假如股市不存在，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么极有可能会创建出与股市目前的形态十分接近的某类形式。

做出支持或者反对股市的表态完全是徒劳无益的:即便过去的历史有什么东西要消失,但股市也不太可能消失,而且股市一直提供储存和增加财富的最可靠的途径。即使你的财力十分有限,如果稍稍有兴趣打算充分利用一下手中随便什么资产,那你没有理由不关心证券市场。

了解反面意见

潜在投资者应该明白自己即将步入战场,战场上随处可见未爆炸的炮弹。只有那些不切实际的空想家才会认为自己可以谨慎行事而不冒受伤的风险。如果那些不谨慎的人坚信股市是某种完全客观的机制,那么他们损失的资金就会比期望捞取的资金多得多。

我们在本书中不止一次地看到,客观性不是证券市场的显著特征。这主要是因为股市是由人来经营管理的。要了解股市就必须弄清楚人是如何与金融市场相互作用的。这常常意味着需要理解反面意见。

对冲基金经理人乔治· 索罗斯认为这是了解股市极为重要的方法。他写道:“我认为股市价格永远都是错的,因为股价对未来呈现一种偏见。然而偏见是双向的:不仅股市参与者的交易带有偏见,而且他们的偏见也影响着行情的走势。这可能给人的印象是,股市能够准确地预见未来的发展趋势,然而现在的预期与未来的结果相一致,是现在的预期塑造了未来的结果。”[19] 这种影响与偏见的循环模式被索罗斯形容为“自反性”。这一理论非常具有说服力的原因丝毫不是因为它提醒了我们股市的运作方式缺乏客观性。这一理论说明形成股市价值基础的认识方法完全是人类偏见的产物,而不是追捧股市的人所深信不疑的客观标准。

如果索罗斯的观点是对的,那么,他就向有效市场理论的基本原理提出了挑战。有效市场理论声称股票价格不仅能恰当反映内在价值,而且能预测公司的财务状况。索罗斯的观点是,由股市运作方式与股市参与者的行为方式造成的股价扭曲,影响股票价格并使其扭曲,导致股价偏离根本价值。股市本身由此也变成了一个玩家。索罗斯认为:“虽然人们一般认为股市能够预见经济衰退,但更准确地说,股市能够促成衰退。”[20]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如同革命，股市消灭自己的幼子

索罗斯提出的论点令人信服，此论点在20世纪90年代股市繁荣时期较为流行。互联网繁荣与其他繁荣一样有力地见证了股市不仅不会预示未来，反而会刺激几乎没有多少持久力的公司的成长。我们看到，在19世纪铁路公司曾促进了铁路股更加繁荣，这些铁路公司虽说并不是所有的，但多数最终进入了破产清算。19世纪末20世纪初有多达1 500家汽车公司在美国相继成立。仅有3家幸存下来：福特、通用汽车和克莱斯勒(Chrysler)。克莱斯勒在1979年被迫放弃控股权，现由德国戴姆勒—奔驰集团公司(Daimler Benz Group)控股。

谁会幸免于互联网破灭呢？非常非常少的公司，大概与幸免于其他繁荣破灭的公司一样那么少。繁荣使工业技术突飞猛进，但它的代价是把相关领域中的先驱企业赶尽杀绝。较为著名的法国大革命编年史学家皮埃尔·弗格尼奥德(Pierre Vergniaud)评述道："有理由担心大革命可能会像农神萨杜恩一样挨个吞噬自己的孩子。"这种担心在法国和俄罗斯均得到印证；而在商界也发生了完全相同的现象，每次都发生在和股市相关的商业大革命之后。

尽管没有电脑和互联网的生活就像没有汽车一样令人难以想像，但没有了使技术发展成为可能的公司的继续存在，生活仍然快乐。甚至可以这么认为，当企业在股市中随波逐流时，企业的灭亡在很大程度上正是由于企业所取得的成功所致。股市毫不吝啬地向企业提供资金，并把企业的股价提升到令人难以承受的水平。企业因飞得太高以及因耗费了投资者太多的资金而受到惩罚。我们完全可以想像到，假使企业的资金来源是在股市之外，以及流入企业金库的资金数量适度，那么许多遭受灭顶之灾的企业原本是可以生存下来的。

股市培育强者

虽然股市既有助于哺育商业变革的幼子又将其消灭，但是股市也会帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

助极少部分企业成长壮大。投资者热爱胜利者，他们的支持促使胜者更加强大。近年来投资者簇拥在微软股票周围，当然，微软是最成功的电脑操作系统和软件开发商。当初微软第一次进入这个行业时，市场上到处都是潜在的竞争者，尤其在软件领域。现在微软十分强大，因此由于其对软件业的垄断而面临着反竞争诉讼程序的辩解。微软只是在重复汽车工业经历过的模式，那时美国股市中只剩下三大汽车业巨头。

力争成为市场主宰是资本主义企业的天性。为实现这一目标股市提供的不仅是资金支持。在其他企业被完全淘汰出局的同时，股市有助于产生动力，把某些企业推向前沿阵地。

显而易见，已准确判断哪些公司将开始稳定发展的投资者会获利，不过投资一些将来业绩不太理想的公司，这些人同样能获利。其诀窍仍旧在于了解通向投资新兴产业公司的机遇之门何时关闭以及何时退出市场。

人们没有必要虔诚地相信互联网公司、生物技术公司或是诸如此类将成为市场的新宠。只要明白这类公司的股票被认为是新兴神奇股就够了。正如凯恩斯所说，推动股市前进的力量主要不是股票的内在价值而是投资者对价值的预期。能够预见这些预期如何变化的人才是成功的投资者。

消除股市噪音

经营股票上市的企业的人在理论上应该能够对股价的波动置之不理，只是偶然停下来想想健康的股价是否可以让公司更好地筹集低成本资金。毕竟，一旦在股市中募集到了资金，股票换手的价格就没有任何定数可言了。有一些最成功的公司是由对股东漠不关心的经理人管理。玛莎百货公司(Marks and Spencer)曾经多年来是英国最成功的零售商，即使这家公司创始人家族早就不再是公司的大股东，但是这家公司对股东的漠视是出了名的。朱迪·拜芬(Judi Bevan)在他的一本有关该公司的十分有趣的书中援引了该公司董事会主席理查德·格林伯利爵士(Sir Richard Greenbury)的话说："他不愿意让自己的一生，或是任何一段时间，花费在装点公司的形象或是提高公司股价上。"[21] 在说这段话时理查德爵士只不过是在重复马克斯家族的观点，他们把股东们看成远远排在公司顾客和职员之后的一类人。在玛莎百货公司经营业绩出色时，股东们心甘情愿领受如此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待遇。然而，在公司开始步履维艰之时，正如理查德爵士担任董事会主席期间所发生的情况那样，股东们就频频施压。

很少有经理人会像玛莎百货公司的主管那样对股票价格不闻不问，我们知道其中的原因丝毫不是因为经理人的很大一部分报酬与公司股票的业绩有着密切关系。他们的如此做法既明智又愚蠢。说他们明智是因为股票价格常常并不能反映出公司的根本价值从而不应该影响到公司的经营方式。另一方面，倘若他们完全置股市于不顾，那就愚蠢了，因为这样做不仅可能给自己招来惩罚而且很可能导致人们对公司丧失信心。股东们对公司的价值评估可能是不切实际的盈利反映，但他们确实反映了市场观点，对此置之不理是危险的。

华尔街权威本杰明·格雷厄姆把证券市场描述为："从短期看是选票机，而从长远看是称重机。"他认为随着时间流逝，市场会体现出公司的真正价值，即便在短期内只不过反映的是公司的受欢迎程度。给出如此评价，他可能有些慷慨，可是股市的历史表明事实确实如此，最终……证明他的观点是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 机 遇

假如股票市场完全是一个充满理性的地方，里面的人一心一意地贯彻有效市场理论，那么这样的市场对于投资者而言就不会有多少激动人心的机会。幸运的是，股市的理性发作只是间歇性的。

也许股市现在不像过去那样无理性了，可这只不过是用来强调这样的事实，即非理性仍然在股市运作中举足轻重。这种现象在股市生活中历久不变的事实可以用一个词来概括：机遇。

熊市带来最大机遇

人们普遍认为最佳机会出现在牛市，因此，当股价稳步上涨时赚钱似乎是轻松的事。但历史上最深刻的教训之一就是投资者往往很少知道何时应该退出牛市，最后眼睁睁看着自己的大部分，也可能是所有的收益丧失殆尽。认为股市面临最大压力时才能找到最佳机会似乎更切合实际。这时受到启发的投资者得到机会脱离大众，采取与众不同的策略。

在出现压力并且价格在下跌时，股市变成非常反常的地方。好在股市里或股市周边操作的人是处理反常的行家里手。为什么当股价见顶时他们忙个不停地吹嘘买进的好处，而在股价下跌时又急于抛出，还能用什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

办法来解释他们这些行为的原因呢？再者，尽管历史上还没有在哪个时期出现过股价突然暴跌之后行情不会发生复苏的情况，但是人们依旧始终不渝地遵循这种行为模式。

约翰·肯尼斯·加尔布雷思援引普林斯顿大学教授约瑟夫·劳伦斯在1929年暴跌前夕所说的话："几百万人的一致评价作用于这个妙不可言的市场——证券交易所，他们的一致看法是，目前股票价值并没有被高估……那群学识过人的万事通到哪里去了？他们不是有资格否决聪明大众的意见吗？"[1] 答案在于他们是投资客的一员，最有可能在股市中赚钱。这种说法有多少属实从表9—1中可以看出来，该表表明在过去的100年里华尔街单日最大跌幅后行情的复苏速度。

表9—1　　华尔街一个世纪的恐慌与复苏

日　期	道指跌幅百分比*	上涨10%所花时间	上涨20%所花时间
1901年5月9日	6.05	17天	47个月
1907年3月14日	7.60	22天	26个月
1929年10月28日	12.80	5个月	233个月
1929年10月29日	11.73	1天	6个月
1929年11月6日	9.90	3个月	4个月
1931年9月24日	7.06	45个月	46个月
1932年10月5日	7.15	7个月	7个月
1933年7月21日	7.80	20天	6个月
1934年7月26日	6.60	25天	4个月
1937年10月18日	7.75	8个月	12个月
1940年5月14日	6.80	36个月	55个月
1987年10月19日	22.60	2天	5个月
1987年10月26日	8.04	4天	8个月
2001年9月17日	7.07	2个月	6个月

* 按照当天道—琼斯工业平均指数收盘价计算的下跌幅度百分比。

投机于回升

表9—1的显著特点是自上世纪下半叶以来股市回升期相对较短。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而即使是在 20 世纪 30 年代股市最低迷的时期，而且刚好是在 1929 年暴跌之后，那些敢于挑战"多数聪明人的智慧"的人要是这么做了本来是会很快获利的。表 9－1 是以表 7－1 为基础的，显示了行情上涨 10%和 20%分别所花费的时间。此类投资获得的收益通常与牛市的不同时期有关，但是正如本表所示，在熊市处于低谷时期获取这个水平的收益也是不费吹灰之力的。在 1929 年暴跌之后的时期（这段时期长达 30 多年，即上世纪最糟糕的牛市时期），股市依然大开机遇之门，让人有暴利可图。

表 9－1 显示了，在华尔街 14 次单日最大跌幅之后，在一个月的时间里行情就回升了 10%。更为引人注目的是，这 14 个时期中有 8 次在一年内涨幅达 20%。虽然有时行情在回升之后又重新陷入低迷，但要是投资者在低迷时期入市除了 2 次情况外均可以相当迅速地获得收益。1931 年 9 月，即在经济大萧条最严重的时期，股价大幅下挫后经历了几乎长达 4 年的股价下跌的压力才看到回升的迹象。相同的回升期见于第二次世界大战升级时，即 1940 年 5 月 14 日的股价 6.8%的下挫之后，尽管在 1943 年战争仍旧大规模地进行时曾出现过股市大幅回升的时期。除了这些令人痛苦而难忘的时期以外，美国股市与其他成熟股市一起自始至终都表现出强劲的恢复力。

如果撇开表 9－1 所显示的单日行情暴跌情况去考察一下更长时期的股市低迷情况，那么我们将会看到重复出现更大规模的恢复模式。一项有关英国标准普尔 500 指数而不是道—琼斯工业平均指数的研究显示，在 20 世纪下半叶（1941～1999 年）该指数只在 12 年里有过下跌。除一年外，在所有这些年份中，下跌后的第二年股价平均大涨 24%。没有大涨的那一年是 1974 年，对投资者而言那是一段可怕的时间，当时经济衰退、通货膨胀和石油危机，再加上由于美国总统尼克松被迫辞职而引起的政治动荡。然而 1974 年噩梦过后的两年里股票上涨了 70%。

再往前看一段时间，甚至是 1929 年暴跌过后出现的长达 4 年的下跌以后，尽管当时出现了 20 世纪最严重的持续的经济衰退，股价在 4 年里仍然翻了 3 倍。一项对美国股市更长时期（1790～1985 年）的研究显示，股票总收益（即价格增值加上股息支付）在这个时期里的 71%的时间为正数。最集中的股市年增长水平约 10%，在几乎同样多的年份中年均增长达 20%左右。股市甚至有 35 次年增长约达 30%。[2]

从某种程度上说，美国的股票总能恢复，原因是美国经济总能恢复，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至较为薄弱经济的股市也会经历与华尔街大体一致的走势。很难说股价的恢复纯粹归因于经济状况，并由此归因于公司的盈利状况。还必须考虑股市的羊群效应、股市对时事的过度反应与后续的矫正，以及大量资金由于缺乏较诱人的投资机会而找不到归宿。

了解偏好，了解股市

倘若投资者想要获得机会成功应付偏好并学会怎样从股市实际的运作方式中获利，那么了解这些对股市造成影响的偏好是至关重要的。我是从纯客观的意义上使用“偏好”一词的，并无歧视之意。了解偏好就意味着了解股市对于时事的大概反应，与了解时事本身是两码事。

这一点在股市陷入恐慌时特别重要，这时大盘笼罩在非理性的气氛之中，投资者需要从混乱不堪的市场退后一步以便弄清楚正在发生的情况。

人们可能对某些特定股票的价值心存疑虑，并且对整个股市的价值产生怀疑，但这并不意味着无利可图。的确，有些性情较为乖戾的投资者认为在股市最不理性、股票价值严重低估之时才存在较大的获利潜力。这种观点与本书一贯的主题不谋而合，即千载难逢的机遇往往出现在恐慌时期。

杰克·史瓦格(Jack Schwager)的《股市奇才》(*Market Wizards*)一书记录了一些成功基金经理人的故事，这些成功人士不仅了解这一基本观点而且将其视为行动指南。都铎期货基金(Tudor Futures Fund)总裁保罗·都铎·琼斯(Paul Tudor Jones)在 1987 年 10 月的暴跌后大赚了一笔。他在 10 月 19 日股价下跌时买进了股票，同时准确地预测到了美国政府对于股市恐慌所作的反应而购买了公债。他意识到政府会通过降低利率来救市。这会降低债券收益从而造成债券价格上涨。都铎的预测完全正确，不仅为自己并且让他的客户大赚了一笔。[3]

从 1987 年暴跌中获大利的另一受益人是布鲁斯·考夫纳(Bruce Kovner)，他主要从事货币和期货交易。和都铎一样，他静下心思忖美国政府会如何应对华尔街上的风云变幻。他注意到美国要采取行动帮助股市树立新的信心，并且通过调低利率来促进经济增长。这些举动会使美元走低，而且其他国家不太可能采取措施维护美国货币。结果证明在这些情形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下赌注美元非常赚钱。[4]

都铎和考夫纳二人的经历说明，当股市混乱的标题充斥新闻报道时，把眼光放远些会受益匪浅。他们掌握的信息与其他人知道的并没有两样。他们所做的一切就是能够通过这些信息预测股市的反应。他们通过做别人没有做的事而大获成功。他俩均是经验丰富的基金经理人，能够经手大量资金。然而即便是相对稚嫩的小投资者只要拒绝跟随大众，在别人抛售时买进股票和其他资产，也可以赚取可观利润。

惟有勇者才会对股市中有增无减的噪声充耳不闻，特别在恐慌时期。然而从本质上说如果成功投资者要跑赢大势，这是他们必须做的。

把握时机

由于股市存在许多不确定性，所以投资者十分关心出入股市的时机。金融家内森·罗斯切尔德(Nathan Rothschild)的名字是成功投资的同义词。他解释自己的策略时说："我从没有在最底部吸货，而且我总是出手很快。"换言之，他从来不会花时间寻觅飘忽不定的行情最高点或最低点。相反，他对此置之不理并集中精力在他认为值得买的时候买进，并在他认为赚够了利润时就抛售。

我似乎觉得知道何时买进比了解何时抛售更容易些。在股市处于恐慌时买进一贯都被证明是明智之举，不过在每次绩优股(即那些不断提升并有高额回报的股票)跌到对买主有利的价格时投资者也能获得暴利。这种情况即便没有恐慌也会发生。

可是什么时候才适合抛出呢？尽管在第一章和第三章中已做过尝试以识别那些牛市中通常预示着下跌的不稳定因素，但根本没有一条神奇的规律决定股市何时过分繁荣、何时抵抗不住剧烈的下跌。既然没有万全之策来预测牛市的终结，那么投资者主要关注自己的特定情况似乎较为明智，自身情况毕竟与主导股市的整体形势不尽相同。密切注意股市的总体状况而不关注个人投资组合的状态往往会干扰投资决策。自相矛盾的各种信息接踵而至会使人看不清真实情况。

然而，投资者只要通过研究那些个人投资组合的状况，就能很容易判断在投资组合范围内所应采取的策略：股票是何时以何价格购买的，自那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时起业绩如何？

判断股市表现通常是通过比如研究股票在12个月的期间内或自当年年初开始以来的表现情况。这与两三年前买进股票的股东有很大关系。更加重要的是股票的原先买入价与当前价值之间的比较。如果自买进股票以来股票上涨了比如25%，那么是抛出还是持有的决定就要看对持有期间预期收益的评估而定。每一位投资者都会准确知道股票买入时间和价格（否则就粗心到了愚蠢的地步），与对股市的整体判断相比，这一信息提供了一个较好的行动方针。

投资者可以检查一下自己的投资组合状态，得出的结论要么是已经获得满意的利润，要么是到了减少亏损并转移投资的时候。如果出现后一种情况，那么造成的损失只是个人的损失而已，而不是引发抛售信号的任意一段时期的抽象下跌，抛售信号与其他投资者的投资组合关系更大。

是减少亏损还是坐等行情来弥补下跌损失，现在仍然有很大争议。20世纪60年代伦敦市著名的投资者乔治·罗斯·古比（George Ross Goobey）坚定地站在减少损失的立场。他写道："不幸的是……由于本性使然，成本因素似乎起最重要的作用，人们更愿以高于成本的价格脱手投资，而不是相反。"他认为这种做法荒唐至极，并建议投资者应该"增加收益减少亏损"。[5]

古比对拉平价格的做法或如现在更加通用的"美元成本平均法"还有一些有趣的评论。当股价下跌，投资者以较低的价格买进更多股票从而拉平这些股票的成本时，这种做法通常起作用。古比将此种做法描述为"一种人的虚荣，不能承认当初买进的错误，因此认为以更便宜的价格买进更多股票才一定是更好的投资"。

对于那些死攥着迅速贬值的股票的人，其最大的噩梦是股价跌破恢复点。这是最糟糕的情况，但这是投资者应该提前考虑的自己所能容忍的损失限度，这一主题远没有风险承受讨论得那么多。大多数投资者的亏损承受力比风险承受力强，部分是由于他们对损失的态度受到推翻先前决定的需要的影响。换言之，如果他们所投资的股票结果以失败告终，那么他们就必须改变原先对这只股票的看法，并且承认当初的判断可能是不准确的。另一方面，在行情上涨时投资者往往认为是自己的独具慧眼才导致了所选股票的升值；因此当股票仍然存在进一步升值预期时他们就不愿意放弃这些股票了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确立目标

假如投资者准备交易股票，尤其在获得收益之后，那么应该遵照什么标准确定抛出时间呢？根本不可能建立普遍规则，但是每个投资者都能确立个人目标和损失限度。确立这些东西将反映投资者个人对风险和损失的容忍度。没有其他办法为股票交易建立个人目标；像所有策略一样，这种策略可能改变，但如果真正要成为策略而不是纯粹的反射性反应，那么其变动不应过于频繁。

正如股票交易商沃伦・普雷汉克在第五章中指出的那样，遵循这种做法需要有很强的自制力。但内森・罗斯切尔德基本上就是采纳此种做法，他的财富就是有力的证明。

牛市期间保持自制力和确定目标至关重要，此时所产生的乐观情绪会使人觉得价格会永远涨下去。虽然比较明智的股市参与者清楚这种现象不可能发生，但是他们在股价依旧不断上涨以及仍然没有停止寻找行情最高点的时候是不愿意退出的。

然而，我们可以找到在牛市而不是在熊市抛售股票的理由。这当然要假定个人投资者在牛市期间已赚取了一定的利润。此时投资者也许想停下来歇口气，拿着利润离开股市，然后把资金暂放别处。

个人对"合理利润"的定义可能见仁见智。有的人认为每年获利10%，或只超过通货膨胀率就非常合理了，而另一些人的要求则更高。这里又没有一般规则可循，仅是个风险胃口大小的问题。

如不对他们的资产业绩定下目标，甚至最有野心的投资者也会觉得很难采取理性的决策。如果目标定得高而且自己乐意承担实现这些目标所伴随的风险，那么他们在股市逗留的时间就会比那些风险容忍度较低的人更长。可是，确立目标需参照历史，因为任何与先前业绩相差太大的目标均很有可能脱离实际。在成熟股市随着时间的推移变得稳定，并同时也显示比先前更有能力维持较长时间的牛市运作的情况下尤其如此。因此，建立野心更大的目标余地是存在的，但仍旧受到是否可行的限制。

一旦投资者实现了这些目标，他们就需实施说比做容易的行动管制，同时不受由于放弃利润而后悔的致命约束。另外投资者应既不犹豫也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拖延；否则就等同于回避行为了。坚定执行自己股票处置计划的勇敢投资者可能会放弃一定的利润，但几乎总能避免更大损失的风险。

一些精明的投资者认为，甚至是在股价涨幅惊人之后也根本没有理由为了参与其他投资而抛售股票。他们相信再没有更好的资产投资形式了，出售好股票无异于蒙受不必要的损失，不会给抛出后所得的资金找到好的归宿。

这种观点也许有道理，但考虑到同种股票非常有可能在最近的将来以较低的价格买到，所以靠股价上涨获利无疑是正确的。股票投资领域的确定性并不多，其中的一个确定性是股价受制于周期行为的支配。股价涨势取代股价跌势的可能性非常大，反之亦然，这足以让投资者对买卖机会的再现充满信心。

有不错的利润就通过抛售而获利，当股价下跌远远大于交易成本时再买进，尽管这样做可能不会超过资本收益税(有些管辖区实行此类税制)的费用。这说明只有在真正的利润(即交易成本和纳税后的净利润)很大，足以证明放弃获得更大利润的风险是正确的时刻才应认真考虑抛售之事。不过，在快到上世纪末出现并在本世纪也很有可能再现的那种牛市里，很难相信机会不会出现。

勇敢的投资者

假如投资者要遵循一个多世纪的投资史所呈现的证据逻辑，那么他们几乎肯定会把所有资金投入股票，尤其是美国股票。这类投资不仅创造了比其他类型投资更高的收益，而且也证明了其风险最终是较小的，其稳定性是越来越稳定的。然而，极少有投资者愿意将自己所有的鸡蛋放在一个篮子里。大多数投资者继续相信，多元化是惟一慎重的投资策略。这倒不是因为多元化提供最佳收益，而是因为多元化提供了较少损失的预期。

其重要性不是完全靠经验来证明投资股票是投资的最好形式，因为即使在股票衍生工具中有类似的投资作为保障，多数投资者还是不愿意大量投资于一种类型的资产。作为投资者，我不能以完全集中股票投资的逻辑进行论述，不过我就是不能下决心投资其他类型的资产。对于自己知根知底的市场我也无法抗拒，因为熟悉情况能使我驾驭手中的投资，我喜欢这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种感觉。我这样做时心里是完全清楚的，清楚其他类型资产可能收益更高，清楚自己碰巧熟悉的市场不可能业绩最好，不过我至少知道这些市场是如何运作的。

换言之，我称不上是完全合乎逻辑的投资者。一方面我不够勇敢，无法按照经验证明的逻辑行事；另一方面，我的投资决定深受舒适需要(一种有时战胜追求利润欲望需要)的影响。我和大多数积极的投资者一样最终会抗拒冒险，因而也没有足够胆量按照逻辑所证明的那样行事，即我的绝大部分投资(虽说不是全部)会投在美国股票上。

手中持有投资会引起焦虑，构建投资组合会令其主人感到不快，这毫无意义。这就是为什么一些投资选择可能没有最好的业绩记录但碰巧符合投资者的风险容忍度并与他的安全观念一致的原因。这突出了心理因素对投资界施加影响的重要性。毕竟投资的主体是人而不是什么数据表或是据称完全客观的机器。我们的确在 1987 年的危机中看到，基金经理人全然不顾本应起客观投资组合保险管理作用的电脑，不论电脑程序发出什么指令，他们都想着抛售。

正如约翰·梅纳德·凯恩斯所坚信的那样，理解投资心理和人们对事件的可能反应是股市赚钱的关键。

预测极端行为

当提到预测投资者会如何反应，尤其是行情向牛市极端和熊市极端运行时，甚至可能是难以预测的人性也没那么难预测了。本书前面提到过的著名投资者本杰明·格雷厄姆喜欢说，当股市的情形变糟时投资者的举止就像躁狂抑郁病患者的举止一样。他本可以加上一句，即投资者在情形变好时的举止就像躁狂乐观病患者的举止一样。市场往往制造夸张行为，这本身也可以说成是一种非理性，不过幸好市场一贯如此。

投资者对危机的这种始终如一的反应记录非常有可能在将来会改变，但没有迹象表明马上会改变。有关股市中人的非理性的无稽之谈太多了，股市中对不可预测性的无中生有的想像引起了太多不必要的恐惧。恢复平衡需要了解股市心理学，其复杂程度连某些学术研究所渲染的一半都不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书主要涉及的是:理解走向极端时的股市。中心论点之一是投资者从股市恐慌中找不到害怕的东西,找到的都是获益的东西。我讨论的出发点是设想市场存在着高度的非理性,但希望我已说明这种非理性是可辨别的模式,从而是可操控的。股市史是一部循环史。股市不是一部所谓漫无目的、其发展方向不可预知的历史。

虽然我们不可能精确指出恐慌发生的时间,却肯定可以识别许多明显的预警信号,这些预警信号几乎总能提示要发生的事。在第三章中我已经讨论过这些信号,在第四章中我也已试图说明尽管股市变得不那么稳定,但为什么会更易发生恐慌的原因。此外,随着股市距离构成股市基础的公司及其支撑公司的经济情况越来越远,恐慌的危险性会变得越来越高。

新市场,旧模式

随着股市逐渐适应与经济(股市应反映经济)相分离的环境,股市也以极快的速度在发展。甚至非常成熟的股市也仍然以惊人的水平在发展,而事实上新兴股市在世界各地不断涌现出来。有的新兴股市发展的速度特别快,有超过更加成熟股市的可能。

中国有着世界上发展速度最快的股市,而且股市得到政府的大力扶持。与此同时,像俄罗斯这样的国家正在忙于建立新的股票市场,这被视为是从中央计划经济的旧社会解放出来的标志。每一个有自尊的民族都想拥有自己的股票市场,从而能够满足大量当地投资者的需求,让他们从事买卖业务。

全球证券市场的发展意味着不能再说股市是西方工业大国独享的专属领地。即便大多数国家尚未建立起自己的证券市场,但这些国家受到了西方证券交易剧烈动荡的影响;如今这种关联更加紧密了。大多数股市跟随华尔街,但正如我们看到的,尽管这些股市很少能够独立于华尔街而不受其下跌的影响,但在美国股市动荡不定的时候它们还能向上运行。导致这一结果的部分原因在于,大规模的投资基金可以在全球运作,这些基金在全球任何市场中都能游刃有余地分配资金,而且在不同市场配置资金时能引起轩然大波。尽管国际基金管理人的威力对反对全球化的积极人士和华尔街某些傲慢的股市玩家是一种诚信,但这种威力经常被夸大。较为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仔细的研究显示，这些基金并不像它们表面上经常看上去的那样全球化，而且，新兴股市中的多数涨跌都是当地投资者的行为所致。然而由于华尔街规模大并且在股票市场占据主导地位，所以华尔街上的涨跌会对其他股市产生巨大的心理影响，这种影响在美国股票急剧下挫时便很快转变为股价的下跌。

资金量增大

这一切均意味着现在的资金较以前大得多。证券市场和全球股市的资金量增加巨大，尤其是在过去的 20 年中。这致使股市出现了这样的情形，即股市不为企业提供金融支持，而是牵制了企业的运作方式，并且随着股票市场的涨跌，行情的波动对经济状况也产生了影响。

不仅资金在增大，而且越来越多的人对股市中的大量财富表现出直接或间接的兴趣。在美国，个体股东的数字从 1989 年的2 700万人上升到 1998 年的3 380万人。然而，如果这些直接股份持有者的数量与那些通过共同基金和养老基金入股的人数相加起来，那么投资股市的人数增长速度甚至更快，从 1989 年的5 200万人上升到了 1998 年的8 400万人。[6]

因此，证券市场已变得极其重要，已不再是一小群专业投资者的天下了，但是股市的命运仍旧掌控在相对少数的人手中。我接触过这一专业人士中的几位，他们过于自信而且对金融市场以外的广阔天地只有一鳞半爪的了解，这是件令人担忧的事。

利益冲突

证券市场在面临危机、丑闻以及所有其他形式的极端行为时常常表现出惊人的适应能力。投资者学会从容地应对这一切将大有裨益。

在撰写本书期间投资者正处于焦虑不安的状态，这可以理解。毕竟新千年笼罩在变幻莫测的气氛之中。不仅历史上最大的牛市最终结束，而且牛市的结束伴随着大量的市场混乱，诸如公司破产、巨大的企业欺诈指控以及困扰所有那些与金融领域有关的人的强烈不信任感。难怪股票交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量全线下跌。

不过，有头脑的投资者对此不应惊慌失措。相反，在股市弥漫着恐惧、非理性以及极端行为时，获利的潜力才是最大的。

我突然意识到自己通过撰写本书制造了一种利益冲突。如果有更多的人了解到机会出现在股市最低迷的时刻，那么他们获利的可能性将降低。显然大家至少在理论上都希望行为更加理性，但这实际上意味着机会的明显丧失。

人的一生中名副其实的良机并不多，而证券市场就提供了一些；可是，这些良机一直惨遭白白浪费，真令人匪夷所思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注 释

第一章

[1]John Kenneth Galbraith, *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin, Boston, 1988, p. 99.

[2]Quoted in Eugene White, "When the Ticker Ran Late: The Stock Market Boom and Crash of 1929," in Eugene White(ed.), *Crashes and Panics: Lessons from History*, Dow Jones/Irwin, New York, 1990.

[3]"Warren Buffett on the Stock Market," *Fortune*, New York, 10 Dec. 2001.

[4]White, "When the Ticker Ran Late," p. 240.

[5]Galbraith, *The Great Crash 1929*, p. 90.

[6]Gary Santoni and Gerald Dwyer, "Bubbles of Fundamentals: New Evidence from the Great Bull Markets," in White, *Crashes and Panics*.

[7]Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*(1978), John Wiley & Sons, New York, 2000 edition, p. 25.

[8]Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run: A Guide to Selecting Markets for Long-Term Growth*, Irwin, Homewood, Ill., and New York, 1994, p. 249.

第二章

[1]David Cutler, James Poterba and Lawrence Summers, "What Moves Stock Prices," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, No. 3, 1989.

[2]Peter Garber, "Who Put the Mania in the Tulip Mania?" in Eugene

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

White(ed.), *Crashes and Panics: Lessons from History*, Dow Jones/Irwin, New York, 1990.

[3]Larry Neal, "How the South Sea Bubble Was Blown Up and Burst: A New Look at Old Data," in White, *Crashes and Panics*, p. 34.

[4]E. S. Browning and Greg Ip, "Six Key Myths that Led the Boom in Tech Stocks — Growth Slows, Monopolies Erode, And Yes, Business Cycles Matter — Mr. Blodget's New Prescription," *Asian Wall Street Journal* (Hong Kong), 17 Oct. 2000.

[5]George Soros, *The Alchemy of Finance*, John Wiley & Sons, New York, 1994. Soros' views on the crash as a whole can be found in Chapter 20.

[6]Quoted in Stephen Vines, *The Years of Living Dangerously: Asia from Financial Crisis to the New Millennium*, Texere, London and New York, 2000, p. 11.

[7]Ibid., p. 13.

[8]Ibid., p. 239.

[9]International Monetary Fund, *International Capital Markets Report*, IMF, Washington, DC, 1995.

[10]Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run: A Guide to Selecting Markets for Long-Term Growth*, Irwin, Homewood, Ill., and New York, 1994, p. 198, emphasis in original.

[11]Jeremy Grantham, writing in *Outstanding Investor Digest* (Boston), Vol. 15, Nos. 1—2, 31 July 2000, emphasis in orginal.

第三章

[1]"A Successful Operator,""How to Invest and Speculate Safely in Railway Shares," in Ellis Charles and James Vertin(eds.), *Classics II: Another Investor's Anthology*, AIMR Business One/Irwin, Homewood, Ill., 1991.

[2]Sean Beckett and Gordon Sellon, "Has Financial Market Volatility Increased?" in Robert Kolb(ed.), *Financial Institutions and Markets: A Reader*, Kolb Publishing, Miami, 1991, Article 14.

[3]Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run: A Guide to Selecting Mar-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

kets for Long-Term Growth, Irwin, Homewood, Ill., and New York, 1994, Chapter 15.

[4]C. P. Jones, R. Sylla and J. W. Wilson, "Financial Market Panics and Volatility in the Long Run, 1830—1988," in Eugene White(ed.), *Crashes and Panics: Lessons from History*, Dow Jones/Irwin, New York, 1990.

[5]Milton Friedman, "After the Boom," *Asian Wall Street Journal* (Hong Kong), 23 Jan. 2002. Friedman's views are expanded at greater length in his *Monetary History of the United States*, 1876—1960, co-authored with Anna Jacobson, Schwartz, Princeton, 1971.

[6]Peter Spiro, *Real Interest Rates and Investment and Borrowing Strategy*, Quorum Books, Westport, Conn., 1989, Chapter 9.

[7]John Kenneth Galbraith, *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin, Boston, 1988, p. 21.

[8]Charles Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*(1978), John Wiley & Sons, New York, 2000 edition, Chapter 2.

[9]Ibid., p. 177.

[10]The IMF's record during the Asian crisis is discussed in more detail in Stephen Vines, *The Years of Living Dangerously: Asia from Financial Crisis to the New Millennium*, Texere, London and New York, 2000, pp. 198—203.

[11]Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, p. 73.

[12]Galbraith, *The Great Crash 1929*, p. 133.

[13]E. S. Browning, "Stock History Repeats Itself," *Wall Street Journal*, 11—13 Feb. 2002.

[14]David Wessel, "Boardroom Sins Continue to Emerge," *Wall Street Journal*, 21 June 2002.

第四章

[1]"Warren Buffett on the Stock Market," *Fortune*, 10 Dec. 2001.

[2]"Stock Markets and Economic Growth," *Word Bank Research Bul-*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

letin(Washington,DC),Vol. 6,No. 2,March—April 1995.

[3]World Bank,*Global Development Finance 2001*,Washington,DC,May 2001,Table 2. 6.

[4]Stephen Vines,*The Years of Living Dangerously:Asia from Financial Crisis to the New Millennium*,Texere,London and New York,2000,p. 131.

[5]World Bank,*The Emerging Asian Bond Market*,Washington,DC,June 1995,Table 1. 4.

[6]World Bank,*Global Development Finance*,Table 3. 1.

[7]Robert Shiller,*Irrational Exuberance*,Princeton University Press,Princeton,NJ,2000,pp. 119—20.

[8]*OECD Observer*(Paris),7 Nov. 2001,p. 69.

[9]International Monetary Fund,"Asset Prices and the Business Cycle,"*World Economic Outlook*,Washington,DC,May 2000,Chapter 3.

[10]Richard Pettway and Craig Tapley,"Efficiency of World Capital Markets:The Case of Japan and the United States,"in Carl Beidleman (ed.),*The Handbook of International Investing*,Probus,Chicago,1987.

[11]Bernice Cohen,*The Edge of Chaos:Financial Booms,Bubbles,Crashes and Chaos*,John Wiley & Sons,Chichester,1997. p. 339.

[12]Both quotations are taken from Edward Chancellor,*Devil Take the Hindmost:A History of Financial Speculation*,Farrar,Straus and Giroux,New York,1999,p. 335.

[13]Ibid.,p. 333.

[14]Franklin Edwards,"Historical Perspective and Proposed Changes,"in Eugene White(ed.),*Crashes and Panics:Lessons from History*,Dow Jones/Irwin,New York,1990.

[15]Eugene Moriarty,Douglas Gordon,Gregory Kuserk and George Wang,*Statistical Analysis of Price and Basis Behavior:October 12—26,1987,in S&P* 500 *Futures and Cash in the Stock Market:Bubbles,Volatility and Chaos*,Kluwer Academic,Boston,1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[16]A full account of this incident can be found in Vines, *The Years of Living Dangerously*, pp. 208—18.

[17]*Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, US Government Printing Office, Washington, DC, 1998, p. 69.

[18]Ibid., p. v.

[19]Robert Shiller, *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1989, p. 395.

[20]New York Stock Exchange, *Shareownership 2000*, NYSE, New York, 2000, pp. 53—54.

[21]Ibid., p. 62.

[22]New York Stock Exchange press release, 22 Feb. 2002.

[23]New York Stock Exchange, *Shareownership 2000*, p. 34.

[24]Ibid., p. 15.

[25]Richard Brealey, "Can Professional Investors Beat the Market?" in Charles Ellis and James Vertin(eds.), *Classics: An Investors' Anthology*, Dow Jones/Irwin, Homewood, Ill., 1989.

[26]Lars Tevde, *The Psychology of Finance*, Norwegian University Press, Oslo, 1990, p. 149.

[27]Burton Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton, New York, 1996, p. 184.

[28]Robert Sobel, *The Pursuit of Wealth: The Incredible Story of Money Throughout the Ages*, McGraw-Hill, New York, 2000, p. 299.

[29]Ibid., p. 300.

[30]Elena Moya, "UK Brokers Recommend Clients," *Bloomberg News Service*, London, 18 Feb. 2002.

[31]Shiller, *Irrational Exuberance*, p. 30.

[32]Elroy Dimson and Paul Marsh, "An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 5, Dec. 1984.

[33]Neil Barsky, "Getting Out of the Wall Street Game," *Asian Wall Street Journal*(Hong Kong), 10—12 May 2002.



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[34]David Reilly, Philip Segal and Jonathan Weil, "Stock-Option Accounting Colors Earnings Pictures," *Asian Wall Street Journal* (Hong Kong), 17 July 2002.

[35]Jeremy Grantham, writing in *Outstanding Investor Digest* (Boston), Vol. 15, Nos. 1—2, 31 July 2000.

第六章

[1] Peter Garber, *Famous First Bubbles*, MIT Press, Cambridge, Mass., 2000, p. 124.

[2]George Soros, *The Alchemy of Finance*, John Wiley & Sons, New York, 1994, p. 33.

[3]Ibid., pp. 54—55.

[4]Peter Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons, New York, 1996, p. 300.

[5]Charles Mackay, *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (1841), Harmony Books, New York, 1980 edition, p. xx.

[6]Ibid., p. 91.

[7]Ibid., p. xx.

[8]Gustave Le Bon, "General Characteristics of Crowds: A Psychological Law of Their Mental Unity," in Charles Ellis and James Vertin (eds.), *Classics: An Investors' Anthology*, Dow Jones/Irwin, Homewood, Ill., 1989, p. 88.

[9]Ibid., p. 91.

[10]Lars Tvede, *The Psychology of Finance*, Norwegian University Press, Oslo, 1990, p. 179.

[11]John Kenneth Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, Whittle Books, New York, 1993, p. 10.

[12]Werner DeBondt and Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3.

[13]Manmohan Kumar and Avinash Persaud, "Pure Contagion and Investors' Shifting Risk Appetite," IMF Working Paper, Washington,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

DC, Sep. 2001.

[14] Amos Tversky, "The Psychology of Risk," in William Sharpe (ed.), *Quantifying the Market Risk Premium Phenomenon for Investment Decision Making*, Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville, Va, 1990, p. 75.

[15] Robert Shiller, *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Mass., 1989, Table 23. 2.

[16] Findings of research cited in Bernstein, *Against the Gods*, p. 264.

[17] Tvede, *The Psychology of Finance*, p. 165.

[18] Ibid., p. 243.

[19] Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2000, pp. 154—155.

[20] Ibid.

[21] Ibid., p. 91.

[22] Shiller, *Market Volatility*, Table 23. 2.

[23] Sushil Bikhchandani and Eric Clifton, "Herd Behaviour in Financial Markets: A Review," IMF Working Paper, Washington, DC, March 2000.

[24] Arnold Wood, "Behavioral Risk: Anecdotes and Disturbing Evidence," in Association for Investment Management and Research, *Investing Worldwide*, VI, AIMR, Charlottesville, Va, 1996.

[25] William Reichenstein and Dovalee Dorsett, *Time Diversification Revisited*, Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, Charlottesville, Va, 1995.

[26] Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, p. 13.

[27] Ibid., p. 5.

[28] Quoted in Tvede, *The Psychology of Finance*, p. 139.

[29] Galbraith, *A Short History of Financial Euphoria*, p. viii.

第七章

[1] Peter Bernstein, *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons, New York, 1996, p. 253.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[2]Ibid. ,p. 285.

[3]Warren Bitters, *The New Science of Asset Allocation*, Glenlake, Chicago,1997.

[4]Stacy Sirmans and C. F. Sirmans,"The Historical Perspective of Real Estate Returns,"*Journal of Portfolio Management*, Vol. 13, No. 3, Spring 1987.

[5]Peter Spiro, *Real Interest Rates and Investment and Borrowing Strategy*, Quorum Books, Westport, Conn. ,1989, esp.

[6] Eugene Sherman, *Gold Investment: Theory and Application*, Prentice-Hall, New York, 1986, p. 178.

[7]*Barclays Capital Equity—Gilt Study*, Barclays, London, 2002.

[8]Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2000, pp. 194—195.

[9]Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run: A Guide to Selecting Markets for Long-Term Growth*, Irwin, Homewood, Ill. , and New York, 1994, p. 12.

[10]Ibid. ,Figure 1-1.

[11]Ibid. ,p. iv.

[12]Don Chance, *Essays in Derivatives*, Frank J. Fabozzi Associates, New Hope, PA, 1998, pp. 16—17.

[13]Greg Beier,"Understanding the Difference Between Hedging and Speculating,"in Robert Klein and Jess Lederman(eds.), *Derivative Risk and Responsibility*, Irwin, Chicago, 1996.

[14]Merton Miller, *Merton Miller on Derivatives*, John Wiley & Sons, New York, 1987, pp. 80—81.

第八章

[1]Gary Santoni and Gerald Dwyer,"Bubbles or Fundamentals: New Evidence from the Great Bull Markets,"in Eugene White(ed.), *Crashes and Panics: Lessons from History*, Dow Jones/Irwin, New York, 1990.

[2]Robert Shiller, *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Mass. , 1989, p. 8.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[3]Robert Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, NJ. 2000, pp. 5—7.

[4]Fabio Canova and Gianni De Nicolo, "Stock Return and Real Activity: A Structural Approach," *in International Stock Returns and Business Cycles*, CEPR Conference Report No. 5, Centre for Economic Policy Research, London, 1994.

[5]Stephen LeRoy, "Capital Market Efficiency: An Update," in Robert Kolb(ed.), *Financial Institutions and Markets: A Reader*, Kolb Publishing, Miami, 1991, Article 15, p. 157.

[6]Lawrence Summers, "Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?" *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, July 1986, p. 599.

[7]Peter Spiro, *Real Interest Rates and Investment and Borrowing Strategy*, Quorum Books, Westport, Conn., 1989, p. 173.

[8]Harris Collingwood, "The Earnings Cult," *New York Times*, 9 Sept. 2002.

[9]Karen Lowry Miller, "The Giants Stumble," *Newsweek*, 8 July 2002.

[10]AT Kearney, *Merger Endgames*, Chicago, 2000, see http://www.atkearney.com.

[11]Associated Press Report, "Finally, Some Kind Words for Corporate Takeovers," *International Herald Tribune* (Paris), 8 August 2002.

[12]Edward Chancellor, Perverse Incentives, *Prospect*, London, 2002.

[13]Ibid.

[14]"Recent Equity Market Developments and Implications," *OECD Economic Outlook*, OECD, Paris, Dec. 1998, Chapter 5, pp. 168—169.

[15]George Melloan, "CEO's Face the Music for Irrational Exuberance," *Asian Wall Street Journal* (Hong Kong), 30 July 2002.

[16]David Reilly, Philip Segal and Jonathan Weil, "Stock-Option Accounting Colors Earnings Pictures," *Asian Wall Street Journal* (Hong

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Kong),17 July 2002.

[17]Patrick Hosking,"The Business,"*New Statesman*,24 June 2002.

[18]"Stock Markets and Economic Growth,"*World Bank Policy Research Bulletin*,Washington DC,Vol.6,No. 2,March—April 1995.

[19]George Soros,*The Alchemy of Finance*,John Wiley & Sons,New York,1994,p. 14.

[20]Ibid. ,p. 49.

[21]Judi Bevan,*The Rise and Fall of Marks & Spencer*,Profile Books,London,2001,p. 96.

第九章

[1]John Kenneth Galbraith,*The Great Crash 1929*,Houghton Mifflin,Boston,1988,p. 70.

[2]Gary Brinson and Roger Ibbotson,"US Equity Returns from Colonial Times to the Present,"in Charles Ellis and James Vertin(eds.),*Classics Ⅱ:Another Investor's Anthology*,AIMR Business One/Irwin,Homewood,Ill. ,1991.

[3]Jack Schwager,*Market Wizards:Interviews with Top Traders*,New York Institute of Finance,New York,1989,pp. 132—134.

[4]Ibid. ,pp. 73—74.

[5]George Ross Goobey,"Human Foibles,"in Charles Ellis and James Vertin(eds.),*Classics:An Investor's Anthology*,Dow Jones/Irwin,Homewood,Ill. ,1989.

[6]New York Stock Exchange,*Share Ownership*,NYSE,New York,2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

斯蒂芬·韦恩斯20多年来一直撰写有关股市和交易的书籍。他是《观察家报》(*The Observer*)的商业副主编,并一直为《卫报》(*Guardian*)、《独立报》(*Independent*)、《每日电讯报》(*Daily Telegraphy*)以及设在纽约的《每日交易》(*Daily Deal*)工作。最近,他已把写作与建立和经营多个公司结合起来,并了解到了很多交易的实际运作方式。韦恩斯也是一位活跃的股票投资者,已为许多上市公司提供过咨询服务。现在他住在中国香港。他是畅销书《生活在危险年代》(*The Years of Living Dangerously*)的作者,书中主要讨论了20世纪90年代后期的亚洲金融危机。斯蒂芬·韦恩斯是《东方快讯》(*Eastern Express*)的创始主编。《东方快讯》是一份在中国香港出版的开拓性日报。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“暴跌和恐慌，是繁荣的丑陋姐妹。”斯蒂芬·韦恩斯如是说。

环顾证券交易100多年的历史，少有人对股市恐慌做过全面系统的总结与分析，而今天，在全球化、金融衍生工具以及现代信息传媒的推波助澜之下，新时代的市场恐慌症则更具传染性和破坏力。斯蒂芬·韦恩斯撰著的《绝境与生机——市场动荡、风险和机遇》则弥补了这一空白。本书将股市恐慌作为了一个专题，对100多年来股市恐慌的形成原因和过程、恐慌的种类和历史演变、恐慌造成的后果以及恐慌带来的机遇等做了颇为充分的研究，从而从一个侧面，对股市的非理性运作和投资人可能获得最佳利润的方法进行了阐释。欧美主流财经报刊，均对本书做出了积极的评价。

《经济学家》（*The Economist*）推崇本书“值得信赖”，该书将使“我们在面临下一次恐慌时成竹在胸”。

《远东经济评论》（*Far Eastern Economic Review*）评论道：“本书包含丰富的见解和建议。这些见解和建议经常被专业人士所忽视，而这些专业人士的策略所获得的回报，与猴子投掷飞镖时的率性而为没有两样……本书的魅力在于其对一直由股市恐慌所驱使的交易策略提供了理性的反驳。”

《星期日泰晤士报》（*The Sunday Times*）则认为，本书有益于市场的长期投资者。此外，《亚洲华尔街日报》（*Asian Wall Street Journal*）亦指出，《绝境与生机》一书是证券市场投资者的“必备读本”。



http://www.wiley.com
Copies of this book sold without a Wiley sticker on the cover are unauthorized and illegal.

ISBN 7-81098-753-4



本社网址：www.sufep.com

ISBN 7-81098-753-4/F · 699

定价：31.00 元

2006